

# Сентябрь: Вниз по реке

29 августа 2002

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)

Москва

## Тема: Отчет Газпрома за 2001 г. по МСФО: Проблемы и достижения

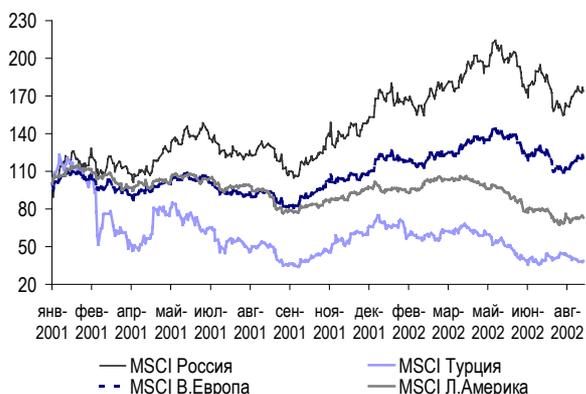
- На мировых фондовых рынках было отмечено небольшое ралли, однако, оно не смогло поднять российский рынок. Резкое сокращение объемов торгов в РТС (до \$4–5 млн.) и лондонской SETS помешало росту российских акций в августе в момент подъема большинства мировых фондовых индексов. Несмотря на то, что нефтяные акции вновь продемонстрировали свою устойчивость, торговля акциями других отраслей была вялой и разнонаправленной (за исключением РАО ЕЭС).
- Инвесторам целесообразно пока ограничиться наиболее ликвидными акциями, но уже вырисовываются новые возможности. В российской «нефтянке» возникла новая интрига — приватизация башкирских нефтедобывающих компаний и НПЗ. Фактически, это последняя возможность приобрести в России сильно недооцененные нефтяные активы. Хороших новостей, возможно, наконец-то дождутся держатели акций РАО ЕЭС: компания вот-вот должна выбрать финансового консультанта для реализации плана реструктуризации.
- Консолидированный отчет за 2001 г. по МСФО — свидетельство проблем и достижений переходного этапа. Рост выручки от экспорта в Европу на 6% и реализации на внутреннем рынке на 25% позволили компании увеличить чистую выручку на 7%. Двукратное сокращение резервов способствовало снижению операционных расходов на 3% и росту чистой выручки на 28%. Главные проблемы – растущий объем краткосрочных займов и напряженный график платежей по кредитам.
- Рост акций Газпрома начнется только после новых положительных сдвигов в управлении. Акцент на решении производственных и стратегических задач, сделанный новым руководством, пока еще не привел к росту средств, выделяемых на реализацию проектов развития. Преодолеть уровень безубыточности и остановить «вымывание» денежных средств в условиях перекрестного субсидирования можно только за счет резкого роста цен на внутреннем рынке.

### Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV* \$ млн.	Расч. цена \$	Потенциал роста %
	АДР	Лок. \$	MTD %	YTD %			
Газпром	13,2	0,843	1	63	2,7	1,2	42
СургутНГ	18,3	0,356	7	13	1,5	0,6	69
Юкос	138,5	9,23	3	78	1,2	11,8	28
РАО ЕЭС	9,3	0,094	5	-40	2,3	0,16	71
ВымпелКом	23,2	н/т	1	-11	4,3	32,0	38
ГМК Норильский Никель	19,6	19,3	-4	13	0,7	31,6	64
Уралмаш-Ижора	4,50	4,55	1	19	0,0	8,0	76

Примечание: \* средний объем торгов в день; н/т — нет торгов  
Источники: РТС, Блумберг, оценки Альфа Банка

### Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

### Последние публикации

Балтика в 1 половине 2002 г.: продажи выросли на 53%, чистый доход - на 25%

Максим Матвеев, CFA, Наталья Шевелева Август 29, 2002

МТС и ВымпелКом: до 3% стоимости компаний обеспечивают регионы

Андрей Богданов, Елена Роговина Август 29, 2002

МТС во 2 кв. 2002 г.: рост продаж на 28% из-за новых приобретений, рост EBITDA на 3%

Андрей Богданов, Елена Роговина Август 30, 2002

ВымпелКом во 2 кв. 2002 г.: стабильный \$9 ARPU на фоне падения прибыли из-за убытков от курсовых разниц

Андрей Богданов, Елена Роговина Август 29, 2002

АО-энерго в 1П02: снижение прибыли при сохранении нормы EBITDA

Ольга Филиппова Август 26, 2002

Отчет Сургутнефтегаза за 1-е полугодие 2002 г.: сокращение чистой прибыли на 35% вследствие роста издержек и амортизации

Константин Резников Август 23, 2002

Утечка капитала сократилась на 24% в 1 полугодии 2002 г.

Наталья Орлова Август 16, 2002

РАО ЕЭС: ПОКУПАТЬ в ожидании решений Совета директоров,

Андрей Руденко, Ольга Филиппова Август 14, 2002

Итоги Голден Телеком за 2-й кв. 2002 г.: выручка растет, рентабельность падает

Андрей Богданов, Елена Роговина Август 13, 2002

МГТС: Курс акций будет зависеть от объединения альтернативных операторов

Андрей Богданов, Елена Роговина Август 12, 2002

Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Отчет Газпрома за 2001 г. по МСФО: Проблемы и достижения.....	8
Общие соображения и предыстория.....	8
Чистая прибыль (без учета отложенных налогов) выросла на 28%.....	9
Сокращение долгов по налогам (-55%) смягчает проблему растущего краткосрочного долга.....	12
«Вымывание» денежных средств прекратилось.....	12
Динамика и оценка акций.....	14
Графики.....	17
Календарь событий.....	19
Экономика и политика.....	20
Новости компаний и отраслей.....	21
Нефть и газ.....	21
Энергетика.....	27
Телекомы.....	30
Металлургия.....	33
Машиностроение.....	34
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	35
Банковский сектор.....	37
Рынок облигаций.....	39
Технический анализ.....	41
Индекс РТС: потенциал роста до 375–400.....	41



**Сергей Глазер, CFA**  
(44 20) 7382-4165

**Комментарии по рынку**

**Неплохие данные о прибылях и возможность улучшения корпоративного управления вызвали на рынке мини-ралли**

**Инвесторы находились в напряжении: приток средств в инвестфонды сменялся их оттоком**

**В ожидании экономического спада возникает желание сбросить акции**

**Обзор событий в августе: рынки акций в смятении**

Обнадеживающие признаки того, что прибыли корпораций наконец-то начинают соответствовать ожиданиям рынка (пусть и значительно скорректированным в сторону понижения) на фоне продолжающихся расследований в отношении злоупотреблений, совершенных членами советов директоров (в т.ч. тех из них, кто руководит повседневной деятельностью компаний), создали предпосылки для возобновления роста на американском и других зарубежных рынках акций. Инвесторы, настрадавшиеся из-за резкого падения котировок в середине июля, спешили снова выйти на рынок, стараясь скупить дешевые акции. В августе на ведущих рынках отмечались мини-ралли.

Однако далеко не все инвесторы были настроены позитивно. Раздираемые сомнениями, они чувствовали необходимость остановиться на одном из двух взаимоисключающих выводов: 1) акции достигли дна и есть возможность для выгодной покупки или 2) недавнее ралли было лишь временным отступлением «медведей» и есть возможность продать бумаги подороже. Инвесторы пребывали в смятении и нерешительности: приток средств в размере \$2–3 млрд. в неделю в паевые фонды, главным образом фонды неамериканских и зарубежных (кроме латиноамериканских) акций сменялся их более активным оттоком (\$4,6 млрд. в неделю).

Первые признаки того, что ралли себя исчерпало, появились в течение последней недели августа. Во-первых, опасения по поводу увеличения числа исков против Citigroup не способствовали росту акций финансовых компаний. Вслед за этим компания Intel объявила о плохих перспективах отрасли (вопреки ожиданиям, что расходы корпораций на IT будут способствовать росту прибылей поставщиков компьютеров и программного обеспечения), что лишило поддержки акции хай-тека, которые были движущей силой этого ралли. Ожидания снижения темпов экономического роста ухудшили и без того безрадостное настроение инвесторов на европейских рынках. Развивающиеся рынки продолжали оставаться в центре внимания лишь благодаря росту бразильских акций.

**Илл 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов**

Страна	Индекс	Изменение с начала месяца %	Изменение с начала года %	Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
					Максимум	Минимум
<b>Развитые рынки</b>						
США	S&P 500 Индекс	2,54	-18,58	934,8	1 177,0	775,7
Великобритания	FTSE 100 Индекс	0,65	-18,08	4 274,0	5 460,2	3 625,9
Германия	DAX Индекс	-0,47	-28,63	3 682,8	5 467,3	3 235,4
Япония	Nikkei 225 Индекс	-1,13	-7,36	9 766,7	12 081,4	9 383,0
<b>Развивающиеся рынки</b>						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	6,07	-6,31	1 132,1	1 484,9	978,0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	9,19	7,93	7 696,4	9 019,4	5 599,4
Турция	Turkey Stock Market National 100	-9,37	-32,69	9 277,0	15 000,0	7306,0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	6,24	-23,61	10 372,0	14 495,3	9 016,7
<b>Россия</b>	<b>РТС Индекс</b>	6,53	33,64	347,5	426,9	173,7

Примечание: \* Данные на 28 августа 2002 г.  
Источник: Bloomberg

**Низкие объемы торгов подтвердили справедливость нашей рекомендации ограничить ликвидными акциями...**

Самым примечательным на российском рынке в августе было резкое сокращение объема торгов в РТС (нередки были торговые сессии с оборотом \$4–5 млн.) и в лондонской системе SETS. Динамика котировок повторяла движение американских индексов, но при этом не отмечалось ни активных продаж, ни активных покупок. Те инвесторы, которые последовали нашему совету, данному месяц назад, и ограничились небольшим числом ликвидных акций явно оказались в выигрыше, поскольку сделки с нефтяными акциями (кроме PAO ЕЭС) зачастую составляли менее

5% дневного оборота. Август и в самом деле оказался для инвесторов хорошим месяцем для проведения отпуска.

### **...крупных нефтяных компаний**

На фоне практического отсутствия новостей из компаний двигателем рынка были акции крупнейших нефтяных компаний, поддерживаемые постоянно растущими ценами на нефть (уровень \$28/баррель пробил сначала WTI, а затем и Brent). Акции РАО ЕЭС оставались волатильными и находились на довольно низком уровне: после нескольких безуспешных попыток пробить отметку \$0,10, они зафиксировались ниже этого уровня.

Бумаги других, менее ликвидных отраслей, торговались главным образом в виде спекулятивных операций на текущих новостях. В результате акции Ростелекома сохранили волатильность, а ГКМ «Норильский никель» начал оправляться от последствий целой серии продаж лишь к концу месяца.

### **Прогноз на сентябрь: «нефтянка» по-прежнему движет рынком**

### **В центре внимания будут данные о состоянии американской экономики**

Корреляция между движением российских акций и динамикой американского рынка, по-видимому, сохранится еще какое-то время. Это означает, что российские акции начнут расти лишь в случае, если Уолл-Стриту удастся избежать новых потрясений. Поскольку большинство корпораций уже представили данные о прибылях и до начала следующего отчетного периода проблемы корпоративного управления будут находиться на втором плане, основным двигателем рынка станут данные о состоянии экономики. Пока же противоречивые экономические показатели «швыряют» рынок из стороны в сторону, причем часто в течение одной торговой сессии.

В сентябре станет ясно, является ли снижение объемов торгов в РТС следствием сезона отпусков или же оно отражает усиливающиеся опасения относительно перспектив мирового фондового рынка в целом. Хотя сейчас и появились некоторые признаки возвращения средств на российский рынок, нам представляется, что инвесторам все же целесообразно еще какое-то время ограничиваться наиболее ликвидными акциями — по крайней мере, дождаться дня поминовения жертв событий 11 сентября.

### **«Нефтянка» по-прежнему в центре внимания, новые возможности открываются в ходе приватизации в Башкортостане**

Нефтяные акции как основной двигатель рынка будут по-прежнему пользоваться спросом на российском рынке, хотя ожидающееся в сентябре решение ОПЕК об увеличении добычи может отразиться на стабилизировавшихся в последнее время нефтяных ценах. С другой стороны, в российской «нефтянке» возникла новая интрига — приватизация башкирских нефтедобывающих компаний и НПЗ. Фактически это последняя возможность приобрести в России недооцененные нефтяные активы. Ведущие российские нефтяные компании будут проявлять большой интерес к уфимским НПЗ, и миноритарные акционеры имеют возможность заработать во время борьбы за контроль или в ходе последующей консолидации.

### **Объявление результатов выбора финансового консультанта – хорошая новость для акционеров РАО ЕЭС**

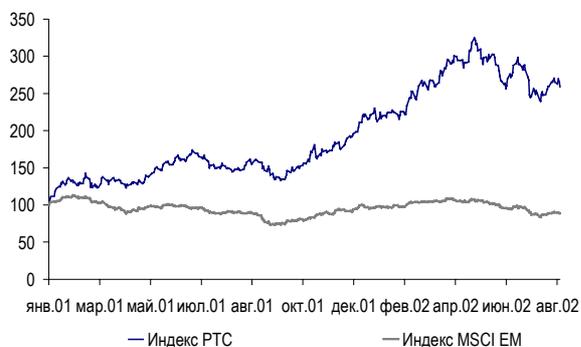
Хороших новостей, возможно, наконец-то дождутся держатели акций РАО ЕЭС. Компания вот-вот должна выбрать финансового консультанта для реализации плана реструктуризации. Финансовый консультант будет оценивать, насколько действия руководства РАО идут вразрез с интересами миноритарных акционеров, а также поможет менеджменту разъяснить инвесторам план дальнейших действий.

### **Газпром: «спящая красавица» в ожидании либерализации**

Другое важное направление реформирования, которое может двинуть рынок — это либерализация торговли акциями Газпрома, которая уже запаздывает на год. Если в этом направлении наметится прогресс, можно ожидать, что акции компании выйдут из «спячки» и снова начнут расти. Вопрос о либерализации рынка акций Газпрома включен в повестку дня заседания Совета директоров в сентябре, однако, окончательное решение все равно остается за правительством. При сохранении «за-

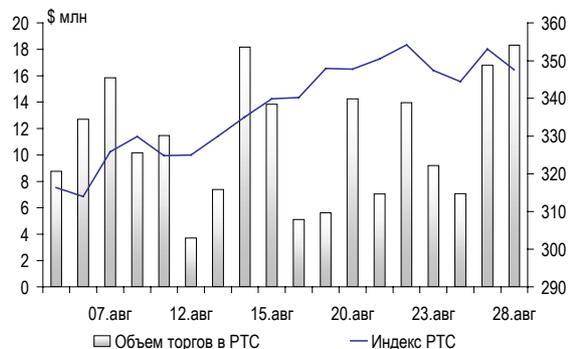
щитного барьера» одного лишь улучшения финансовых показателей (см. раздел «Тема» в нашем ежемесячном аналитическом обзоре) вряд ли будет достаточно, чтобы цены обыкновенных акций и АДА поднялись до уровней, вытекающих из анализа технико-экономических показателей Газпрома.

**Илл. 2. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2001 года, январь 2001 – август 2002\***



Прим.: \* Значение открытия в январе 2001 — 100  
Источники: РТС, Bloomberg

**Илл. 3. Динамика РТС, с начала месяца\*, август 2002**



Прим.: \* Данные до 29 августа 2002  
Источник: РТС

### Рекомендации по портфелям

В августе больше всего вырос портфель «Нефть и газ»: особенно быстро росли акции ЛУКОЙЛа и Сибнефти (+17% и +15% с начала месяца, соответственно). В целом данный портфель вырос за месяц на 7,7%. Что касается портфеля «Телекомы», то здесь лучше всего проявили себя бумаги МТС (+17%). Лучшей бумагой в портфеле «Прочие отрасли», несомненно, были акции Сбербанка (+8%), худшей — акции ГУМа (-7%).

Если говорить в целом об акциях в системе РТС (не включенных в наши портфели), то несомненным лидером месяца стали бумаги Красноярск-энерго (они подскочили на 60% в результате сделок инсайдеров), за ними следуют акции РАО ЕЭС (+13%) и АвтоВАЗа (рост в 13% отчасти можно объяснить сообщениями о планирующемся размещении АДР).

С момента формирования (24 мая) портфели «Телекомы» и «Нефть и газ» (-14,8%) потеряли меньше чем портфель «Прочие отрасли» (-15,3%). Меньше всего потерял индекс РТС (-12,3%). Динамика доходности и структура наших портфелей представлена в Илл. 4–9.

**Илл 4. Состав и изменение весов акций в новых модельных портфелях Альфа-Банка по состоянию на 27 августа 2002 г.**

Компания	RIC	Акции '000	Вес %	Компания	RIC	Акции '000	Вес %
<b>Нефтегазовый</b>				<b>Телекомы</b>			
Сибнефть	SIBN.RTS	280	3.35	Ростелеком	RTKM.RTS	2,087	13.97
ЮКОС	YUKO.RTS	305	16.93	Ростелеком преф.	RTKM_p.RTS	1,367	4.97
ЛУКОЙЛ	LKOH.RTS	165	16.11	МГТС	MGTS.RTS	12	0.41
Сургутнефтегаз	SNGS.RTS	4,500	9.70	Центр Телеком	ESMO.RTS	664	0.78
Газпром – локал.	GAZPPE.RTS	4,250	21.01	Вымпелком	VIP.N	168	24.61
Татнефть	TATN.RTS	0	0.00	МТС	MBT.N	157	28.11
МегионНГ	MFGS.RTS	207	6.25	Голден Телеком	GLDN.O	206	17.54
ОНАКО	ONAK.RTS	1,000	6.75	Кубань Телеком	KUBN.RTS	4,400	1.47
Башнефть	BANE.RTS	85	1.62	Новосибирск Э.С.	ENCO.RTS	14,133	1.37
<b>Всего акций</b>			<b>81.72</b>	Уралсвязьинформ	URSI.RTS	37,600	2.14
<b>Денежная позиция</b>		<b>3112.69</b>	<b>18.28</b>	Волга Телеком	NNSI.RTS	353	1.87
<b>Итоговый портфель</b>			<b>100</b>	<b>Всего акций</b>			<b>97.24</b>
<b>Прочие отрасли</b>				<b>Денежная позиция</b>			
СеверСталь	CHMF.RTS	0	0.00			<b>470.466</b>	<b>2.76</b>
ГУМ	GUMM.RTS	0	0.00	<b>Итоговый портфель</b>			
Вимм Биль Данн	WBD.N	39	4.19				<b>100</b>
САН Интербрю	SBREQ.F	147	5.54	<b>Сравнительная динамика</b>			
Сбербанк	SBER.RTS	31	28.17	<b>С 24/05/02</b>			
Норильский Никель	GMKN.RTS	438	49.15	<b>24 Мая 02</b>			
Уралмаш-Ижора	UMAS.RTS	147	3.90	<b>Нефтегазовый портфель</b>			
<b>Всего акций</b>			<b>90.95</b>	<b>-14.84%</b>			
<b>Денежная позиция</b>		<b>1531.87</b>	<b>9.05</b>	<b>Телекомы</b>			
<b>Итоговый портфель</b>			<b>100</b>	<b>-14.83%</b>			
				<b>Прочие отрасли</b>			
				<b>RTS</b>			
				<b>-12.36%</b>			

Источник: оценки Альфа-Банка

### Новая бумага в портфеле «Нефть и газ»

В августе мы дополнили портфель «Нефть и газ» новой бумагой. Это Башнефть — «модная» акция второго эшелона. Мы внимательно следим за этой бумагой. Последние события (указ президента Башкортостана о продаже доли государства в этой компании) дали нам основание добавить в портфель эту акцию. Последние новости компании и другие события в нефтегазовой отрасли изложены в разделе «Новости компаний и отраслей». Кроме того, мы добавили в портфель «Прочие отрасли» акции ПАО ЕЭС (см. Илл 5).

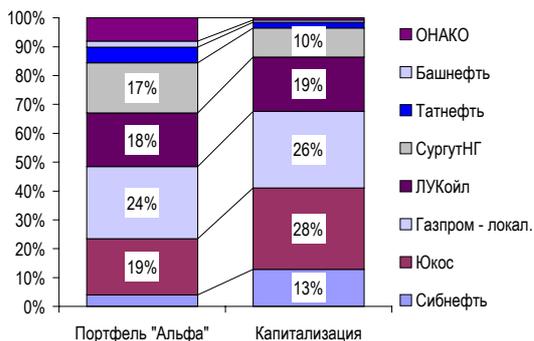
**Илл 5. Изменения в модельных портфелях**

Портфель	Старый вес	Новый вес
<b>Нефтегазовый</b>		
8/27/02 Юкос Покупка	18,5	21,0
8/27/02 ЛУКОЙЛ Покупка	17,6	20,0
8/27/02 СургутНГ Продажа	16,5	12,0
8/27/02 Татнефть Продажа	5,1	0
8/27/02 Башнефть Покупка	0	2
<b>Прочие отрасли</b>		
8/27/02 Вимм-Билль-Данн Продажа	4,6	3,2
8/27/02 Сан Интербрю Продажа	6,1	4,3
8/27/02 Сбербанк Продажа	31,0	21,7
8/27/02 ГМК Норильский Никель Продажа	54,0	37,8
8/27/02 ОМЗ Продажа	4,3	3,0
8/27/02 ПАО ЕЭС Покупка	0	30,0

Источник: оценки Альфа-Банка

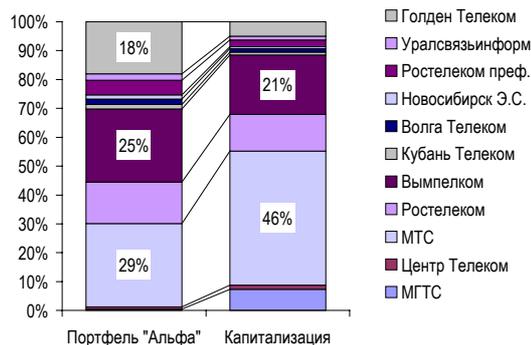
В Илл 6–Илл. 9 показаны веса акций в типовых портфелях и их доля в рыночной капитализации соответствующей отрасли.

**Илл 6. Вес акций в портфеле «Нефтегазовый» к их рыночной капитализации в отрасли**



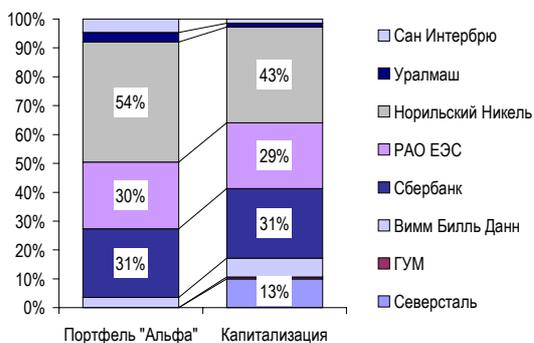
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл 7. Вес акций в портфеле «Телекомы» к их рыночной капитализации в отрасли**



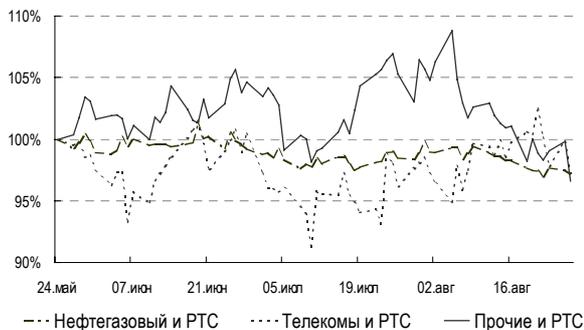
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл 8. Вес акций в портфеле «Прочие отрасли» к их рыночной капитализации в отрасли**



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

**Илл 9. Динамика модельных портфелей Альфа-Банка против индекса РТС, 24 мая – 27 августа 2002**



Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



Сергей Глазер, CFA  
(44 20) 7382-4165

## Отчет Газпрома за 2001 г. по МСФО: Проблемы и достижения

### Общие соображения и предыстория

Годовой отчет Газпрома по МСФО обычно выходит настолько поздно, что приведенные в нем основные производственные и текущие финансовые показатели (такие как цена продукции, тарифы, операционные расходы, ликвидность и денежные средства) уже перестают в полной мере отражать экономические и производственные условия, в которых работает компания. Ситуация, сложившаяся в этом году, еще более драматичная.

**Публикация отчета за 2001 г. по МСФО затянулась из-за увеличения объема раскрываемой информации**

Во-первых, в отличие от 2001 г. Газпром задержал публикацию отчета по МСФО, поскольку новая группа сотрудников бухгалтерии получала опыт применения международных стандартов учета в реальных условиях. После того как компания продлила контракт с PricewaterhouseCoopers (несмотря на критику в отношении предыдущих аудиторских проверок), у нее не осталось иного пути кроме как значительно увеличить объем и улучшить качество раскрываемой информации. В результате публикация отчета затянулась.

**В отчете за 2001 г. по МСФО нет признаков масштабного сдвига**

Во-вторых, хотя председатель правления Алексей Миллер находится «у руля» компании с мая 2001 г., а его команда уже около года разрабатывает стратегию и занимается вопросами развития и улучшения финансовых показателей, инвесторы пока еще ждут результатов фронтального наступления по всем направлениям (а именно, сокращения издержек, повышения рентабельности, роста инвестиций, прибыли и т.д.).

**Примечания к отчетности поднимаются до открытой критики государства по поводу низких внутренних цен на газ**

И все же финансовая отчетность по состоянию на конец 2001 г. (т.е. лишь через 2 месяца после полного драматизма заседания совета директоров, на котором уже уходившее в отставку руководство приложило последние отчаянные усилия, чтобы сорвать планы новых менеджеров по возвращению активов) вряд ли может служить источником оптимизма. Первой реакцией на опубликованные цифры является чувство легкого разочарования, поскольку они свидетельствовали об отсутствии прорыва по основным направлениям, таким как сокращение издержек или уменьшение объема краткосрочного долга.

Вместе с тем следует признать, что данный отчет является большим шагом вперед в смысле повышения прозрачности компании и введения стандартов раскрытия информации. Подробные примечания, в т.ч. данные о дочерних и зависимых обществах, дают возможность разобраться в характере сделок Газпрома с его контрагентами. Более того, примечания поднимаются до открытой критики в адрес государства (крупнейшего акционера компании) за то, что оно, заставляя газовую монополию осуществлять поставки по заниженным внутренним ценам, способствует снижению ее финансовых показателей.

Помимо этого, ряд традиционных статей отчетности перегруппирован, что позволяет выявить причины низкой эффективности (в частности, такие статьи, как изменение в замороженных остатках денежных средств, краткосрочные векселя, ремонт и эксплуатация и пр.).

**Мы предполагаем, что отчет за 1-е полугодие 2002 г. по МСФО будет лучше**

Если же говорить о признаках возможного улучшения экономических показателей, то мы полагаем, что их следует искать не в годовом отчете за 2001 г., а, возможно, в готовящейся к публикации консолидированной (не аудированной) отчетности по МСФО за 1-е полугодие 2002 г.



## Чистая прибыль (без учета отложенных налогов) выросла на 28%

**Рост выручки от реализации на внутреннем рынке (+25,3%) превысил потери от сокращения экспорта в страны бывшего СССР (-25%)...**

**...кроме того, быстро растет выручка от реализации жидких углеводородов**

**Рост расходов привел к увеличению издержек, которые, однако, удалось уравновесить сокращением резервов**

В доходной части баланса по ряду видов деятельности имеются улучшения, однако есть ряд тревожных сигналов, свидетельствующих о снижении показателей. Так, например, выручка от экспорта в Европу увеличилась на 6,1% (вследствие рекордно высоких контрактных цен даже 3%-ное сокращение объема экспорта не помешало росту), а выручка от реализации на внутреннем рынке — на 25,3% (вследствие 18%-ного роста цен на газ в январе 2001 г.), что было вполне предсказуемо. Что касается негативных моментов, то неприятной неожиданностью стало продолжающееся сокращение (-22%) экспорта в страны бывшего СССР (в основном эти поставки переданы Итере) и особенно падение выручки от транзита на 44,7% (услуги в основном предоставляемые Итере).

Заметный рост выручки (на \$1,1 млрд., +105%) от реализации газового конденсата и других нефтепродуктов, наоборот, оказался выше, чем мы ожидали, и является следствием стратегии Газпрома, направленной на увеличение добычи жидких углеводородов. В результате всех этих непредвиденных изменений компании удалось показать в 2001 г. рост чистой выручки в долларовом выражении на 7,2%.

Улучшение финансовых показателей в 2000–2001 гг. не могло не подтолкнуть компанию, ранее сильно нуждавшуюся в деньгах (и средствах на капзатраты), на увеличение издержек. Так, расходы на персонал выросли на 11%, ремонт и обслуживание на 29,4%, материалы и электроэнергию 33,8%. Лишь благодаря резкому сокращению резервов (-55,1%), вследствие эффективных мер по предотвращению вывода активов, компании удалось уравновесить рост операционных расходов и даже получить их небольшую экономию (-3,1%).

В итоге прибыль без учета процентов, налогов и амортизации выросла на 24,2% (несмотря на увеличение амортизации на 15,3% после переоценки активов), а прибыль от обычной деятельности в долларовом выражении — на 28,9%.

Вследствие стабилизации макроэкономической ситуации в России результат от использования денежных активов и пассивов уменьшился на 38,7%, что привело к росту прибыли до налогообложения на 22%. В своей отчетности Газпром по-прежнему показывает крупные суммы отложенных налогов на прибыль, которые сильно искажают итоговые показатели прибыли. Так, в отчете за 2000 г. компания добавила к чистой прибыли (\$3 млрд) доход по отложенному налогу в сумме \$7,2 млрд, а в 2001 г. уменьшила этот доход на \$3,4 млрд и тем самым фактически свела чистую прибыль по итогам года (\$3,8 млрд) к нулю.

Если провести обратную корректировку итоговой чистой прибыли на величину неденежных доходов/убытков, можно увидеть, что на самом деле чистая прибыль выросла на 27,8%.



## Илл. 10. Газпром – консолидированный отчет о прибылях и убытках по МСБУ, 2000-2001

\$ млн	2000 Отчет по МСБУ		2001 Отчет по МСБУ		Изменение %
	2000	2000	2001	2001	
Выручка от продажи газа (включая акцизы, без НДС) в:					
России	3 062,7	3 062,7	3 838,6	25,3	
Странах бывшего СССР (исключая Россию)	2 077,2	2 077,2	1 620,3	-22,0	
Европа	14 145,3	14 145,3	15 005,5	6,1	
<b>Итого валовая выручка от продажи газа</b>	<b>19 285,3</b>	<b>19 285,2</b>	<b>20 464,4</b>	<b>6,1</b>	
Акцизы	-3 164,8	-3 164,8	-3 551,1	12,2	
<b>Чистая выручка от продажи газа</b>	<b>16 120,4</b>	<b>16 120,4</b>	<b>16 913,2</b>	<b>4,9</b>	
Чистая выручка от продажи конденсата и нефтепродуктов	1 051,3	1 051,3	2 151,2	104,6	
Чистая выручка от продажи транзитного газа	949,1	949,1	525,3	-44,7	
Прочая чистая выручка	1 052,1	1 052,1	958,5	-8,9	
<b>Итого чистая выручка от продажи газа</b>	<b>19 172,9</b>	<b>19 172,9</b>	<b>20 548,3</b>	<b>7,2</b>	
Внешние транзитные издержки	-2 772,1	-2 772,1	-2 741,0	-1,1	
Затраты на персонал	-1 543,1	-1 543,1	-1 713,6	11,0	
Налоги, кроме налога на прибыль	-1 458,3	-1 458,4	-1 334,1	-8,5	
Ремонтные работы и обслуживание		-455,6	-589,4	29,4	
Материалы и электричество	-1 406,6	-1 452,1	-1 943,2	33,8	
Налоговые штрафы	-9,2				
Производные потери	100,6	100,6	269,2	167,7	
Убытки от продажи имущества и оборудования	-369,4	-369,4	-168,6	-54,4	
Резервы	-2 889,6	-2 867,0	-1 286,9	-55,1	
Исследования и разработки	-151,5	-151,5	-125,6	-17,0	
Закупка газа	-315,1	-315,1	-215,2	-31,7	
Товары для перепродажи	-59,3	-46,1	-91,3	98,1	
Другие	-1 148,3	-616,0	-774,6	25,7	
<b>Итого операционные затраты</b>	<b>-12 021,9</b>	<b>-11 945,8</b>	<b>-11 573,1</b>	<b>-3,1</b>	
<b>ЕБИТДА</b>	<b>7 151,0</b>	<b>7 227,1</b>	<b>8 975,1</b>	<b>24,2</b>	
Амортизация и износ	-2 497,2	-2 497,2	-2 878,3	15,3	
<b>Операционная прибыль (убыток)</b>	<b>4 653,8</b>	<b>4 729,9</b>	<b>6 096,9</b>	<b>28,9</b>	
Другие доходы					
Доля убытков зависимых предприятий	22,5	22,6	118,3	424,5	
Убыток от финансовых вложений, имеющихся в наличии для продажи		-79,7	-28,6	-64,1	
<b>Прибыль (убыток) до денежных операций и налогов</b>	<b>4 676,3</b>	<b>4 672,8</b>	<b>6 186,6</b>	<b>32,4</b>	
Прибыль от реструктуризации налоговых выплат		598,1	620,4	3,7	
Прибыль по операциям в иностранной валюте	1 584,8	1 584,8	806,0	-49,1	
Убыток по операциям в иностранной валюте	-1 676,5	-1 676,5	-961,8	-42,6	
Денежная прибыль	1 452,1	1 566,2	965,9	-38,3	
Доходы по процентам	405,3	405,3	408,8	0,9	
Доход (убыток) от процентов на налоги, подлежащие оплате	46,1	-709,5	-229,4	-67,7	
Прочие процентные доходы	-1 013,1	-966,1	-1 117,9	15,7	
<b>Итого по денежным операциям</b>	<b>798,7</b>	<b>802,3</b>	<b>492,0</b>	<b>-38,7</b>	
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>5 475,1</b>	<b>5 475,1</b>	<b>6 678,6</b>	<b>22,0</b>	
Налог на прибыль	-3 471,3	-2 458,2	-2 736,8	11,3	
<b>Прибыль после налога на прибыль</b>	<b>2 003,7</b>	<b>3 016,9</b>	<b>3 941,9</b>	<b>30,7</b>	
Доля меньшинства	-53,8	-53,8	-153,9	185,9	
<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	<b>1 949,9</b>	<b>2 963,1</b>	<b>3 788,0</b>	<b>27,8</b>	
Чрезвычайные налоги	8 211,5	7 198,3	-3 407,6	-147,3	
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>10 161,4</b>	<b>10 161,4</b>	<b>380,4</b>	<b>-96,3</b>	
Чистая прибыль (убыток) на акцию (в \$)	0,09	0,14	0,18	29,06	
Денежные потоки на акцию (в \$)	0,15	0,14	0,21	47,04	

Источники: отчеты компании, оценки Альфа Банка



## Илл. 11. Газпром – консолидированный отчет о прибылях и убытках по МСБУ, 2000-2001

\$ млн	2000 Отчет по МСБУ		2001 Отчет по МСБУ		Изменение %
	2000	2000	2001	2001	
<b>Актив</b>					
<b>Оборотные активы</b>					
Денежные средства	515,0	362,3	1 545,6	326,7	
Изменение в остатках денежных средств с ограничением к использованию		1 331,1	1 332,1	0,1	
Легко реализуемые ценные бумаги	531,8	851,4	904,0	6,2	
Дебиторская задолженность и предварительная оплата	9 421,1	8 739,9	7 770,3	-11,1	
Запасы	2 102,1	2 102,1	2 463,1	17,2	
Прочие оборотные активы	1 330,0	140,0	968,7	592,1	
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>13 900,0</b>	<b>12 195,5</b>	<b>13 651,7</b>	<b>11,9</b>	
<b>Внеоборотные активы</b>					
Трубопроводы	16 648,9	16 649,0	19 861,7	19,3	
Скважины	5 073,5	5 073,5	6 413,5	26,4	
Машины и оборудование	5 156,3	5 156,3	6 290,5	22,0	
Здания и дороги	8 511,7	8 511,7	10 953,7	28,7	
Итого операционные средства	35 390,4	35 390,4	43 519,5	23,0	
Социальные активы	2 789,3	2 789,4	2 820,1	1,1	
Незавершенное строительство	7 321,0	7 321,0	5 048,1	-31,0	
Итого основные средства	45 500,7	45 500,7	51 387,6	12,9	
Инвестиции	2 554,2	3 183,9	3 674,9	15,4	
Прочие внеоборотные активы	1 328,1	1 088,1	567,4	-47,9	
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>52 864,8</b>	<b>49 772,7</b>	<b>56 087,6</b>	<b>12,7</b>	
<b>Итого активы</b>	<b>66 764,8</b>	<b>61 968,3</b>	<b>69 739,3</b>	<b>12,5</b>	
<b>Пассив</b>					
<b>Краткосрочные обязательства</b>					
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	3 026,0	3 026,0	3 422,7	13,1	
Налоги к уплате	4 065,4	4 065,5	1 826,4	-55,1	
Краткосрочные займы	4 359,3	2 315,0	2 941,9	27,1	
Текущие выплаты по долгосрочным займам	1 658,6	1 658,6	2 623,1	58,1	
Итого краткосрочные займы и текущие выплаты	6 017,9	3 973,6	5 565,0	40,1	
Краткосрочные векселя к уплате		2 044,4	2 029,0	-0,8	
Резервы на выплаты по обязательствам и расходам	309,4	309,4	0,0	-100,0	
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>13 418,8</b>	<b>13 418,8</b>	<b>10 814,1</b>	<b>-19,4</b>	
<b>Долгосрочные займы</b>					
От одного до трех лет	1 946,7	1 727,0	2 623,1	51,9	
От трех до пяти лет	4 580,9	4 580,9	3 696,6	-19,3	
Более пяти лет	967,2	967,2	522,8	-45,9	
Итого долгосрочные займы	7 494,7	7 275,0	6 842,4	-5,9	
Долгосрочные векселя к уплате		219,7	571,7	160,2	
Отсроченные налоги на прибыль	314,4	314,4	632,8	101,3	
Резервы на покрытие убытков	410,3				
Резервы под гарантии	309,4	309,4	0,0	-100,0	
Резервы на расходы, связанные с окружающей средой	158,7	158,7	39,7	-75,0	
Прочие обязательства	316,4	448,6	136,9	-69,5	
За вычетом текущей порции резерва на выплаты по обязательствам	-309,4	-309,4	0,0	-100,0	
Резервы на выплаты по обязательствам и расходам	885,5	885,5	577,8	-34,8	
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>8 694,6</b>	<b>8 474,9</b>	<b>8 053,0</b>	<b>-5,0</b>	
<b>Итого обязательства</b>	<b>22 113,4</b>	<b>19 893,7</b>	<b>18 867,2</b>	<b>-4,9</b>	
Доля меньшинства	309,5	309,5	501,1	61,9	
<b>Капитал и резервы</b>					
Уставный капитал (23,7 млрд акций выпущено)	8 442,5	8 442,5	9 372,4	11,0	
Акции на балансе (по себестоимости)	-343,1	-343,1	-601,6	75,3	
Нераспределенная прибыль и резервы	36 242,5	36 258,8	40 331,6	11,2	
<b>Итого капитал и резервы</b>	<b>44 341,9</b>	<b>44 358,2</b>	<b>49 102,4</b>	<b>10,7</b>	
<b>Итого пассивы</b>	<b>66 764,8</b>	<b>64 517,1</b>	<b>68 470,6</b>	<b>6,1</b>	

Источники: отчеты компании, оценки Альфа Банка

## Сокращение долгов по налогам (-55%) смягчает проблему растущего краткосрочного долга

Тем не менее, улучшение по ряду статей активов по-прежнему не идет ни в какое сравнение с усиливающейся обеспокоенностью по поводу роста краткосрочных займов.

*Размер замороженных денежных средств говорит о том, что обеспеченные кредиты только кажутся дешевыми*

По состоянию на конец 2001 г. резко вырос размер денежных средств и их эквивалентов (+326,7% по сравнению с 2000 г.), что, по-видимому, может рассматриваться как временное явление на фоне очевидного разрыва в ликвидности в конце 2001 г. (до \$0,5 млрд., после того, как государство не разрешило выпустить столь необходимые компании еврооблигации). Впервые показанная статья «Замороженные денежные средства» в размере \$1,3 млрд. (в основном это счета типа escrow по обслуживанию долгосрочных обеспеченных кредитов) указывает на то, что обеспеченные кредиты на самом деле не столь дешевы, поскольку часть денежных средств, откладываемая на их обслуживание, не может быть эффективно использована.

*Вследствие напряженного графика выплат по кредитам в 2002 г...*

При анализе пассивов вырисовывается настораживающая картина. В 2002 г. Газпрому придется погасить долгосрочные кредиты в размере \$2,6 млрд., перезанять (если удастся) краткосрочные кредиты на общую сумму \$2,9 млрд., и заменить краткосрочные векселя на сумму \$2 млрд. более распространенными (менее дорогими) долговыми инструментами. Выплаты в счет обслуживания долга будут сокращать денежные потоки Газпрома, создавая тем самым серьезную угрозу реализации плана капзатрат.

*...выпуск еврооблигаций становится крайне необходимым*

Самым тревожным моментом в нынешней структуре пассивов Газпрома является непрекращающийся рост краткосрочных кредитов при сокращении долгосрочных. Опасность негативных тенденций в динамике заимствований такова, что если правительство снова отложит выпуск 10-летних еврооблигаций, то это может повлечь за собой неблагоприятные последствия для компании.

Следует, однако, заметить, что сокращение размера статей «Расчеты с бюджетом и внебюджетными фондами» (более чем на \$2,5 млрд., или на 55%), а также «Резервы предстоящих расходов и платежей» (-34,8%) несколько снижает остроту проблемы растущего долга.

## «Вымывание» денежных средств прекратилось

*Чистые денежные средства от операционной деятельности увеличились на 47%...*

Наряду с более чем трехкратным ростом (+324%) денежных средств в отчете Газпрома по МСФО о движении денежных средств есть и другие признаки улучшения ситуации. Сумма чистых денежных средств, полученных от операционной деятельности, увеличилась на 47% в первую очередь вследствие роста прибыли до налогообложения и амортизации основных средств.

*...при росте поступлений по долгосрочным займам*

Сокращение денежных средств вследствие отрицательного сальдо денежных потоков, использованных в финансовой деятельности (погашение ранее полученных кредитов), практически прекратилось: несмотря на решение правительства отложить выпуск еврооблигаций, в 2001 г. компании удалось получить долгосрочные займы на общую сумму \$2,9 млрд.

И, наконец, рост капзатрат на 56,3% после двух лет сидения на скудном «денежном пайке» это еще один хороший знак, указывающий на возобновление притока инвестиций в стратегически важные для компании проекты, хотя объем этих инвестиций все еще в 2–3 раза ниже имеющихся потребностей. Рост внутренних цен на газ в 2002 г. будет способ-



ствовать мобилизации дополнительных денежных средств для реализации масштабных проектов развития.

**Илл. 12. Газпром – консолидированный отчет о движении денежных средств по МСБУ, 2000–2001**

\$ млн	2000 Отчет по МСБУ		2001 Отчет по МСБУ		Изменение %
	2000	2000	2001	2001	
<b>Операционная деятельность</b>					
Прибыль (убыток) до налогообложения	5 475,1	5 475,1	6 678,6	22,0	
<b>За вычетом:</b>					
Амортизация и износ	2 497,2	2 497,2	2 878,3	15,3	
Нереализованные потери по курсовым разницам (прибыль)	211,0	210,9	270,3	28,1	
Проценты уплаченные	1 013,1	966,1	1 117,9	15,7	
Проценты полученные	-405,3	-405,3	-408,8	0,9	
Убыток от продажи основных средств	369,4	369,4	168,6	-54,4	
Прирост основных средств	-2 226,4				
Прирост инвестиций	-200,9				
Уменьшение (увеличение) резерва на выплаты по обязательствам	-371,9	-371,9	-748,7	101,3	
Увеличение резерва по сомнительным долгам	1 009,6	937,7	1 010,7	7,8	
Резервы под обесценение инвестиций, основных средств и запасов	1 845,6	1 837,9	274,9	-85,0	
Увеличение прочих внеоборотных активов	322,8	322,8	688,1	113,2	
Денежный эффект на не операционное сальдо	-2 139,1	-2 253,3	-2 014,1	-10,6	
<b>Изменение оборотного капитала:</b>					
Уменьшение (увеличение) быстрореализуемых ценных бумаг	-77,5	-77,4	179,2	-331,4	
Уменьшение (увеличение) дебиторской задолженности	-1 156,4	-1 156,4	2 062,7	-278,4	
Уменьшение (увеличение) запасов	-421,0	-421,0	-262,6	-37,6	
Уменьшение (увеличение) прочих оборотных активов	22,7	151,6	-762,0	-602,6	
Увеличение (уменьшение) кредиторской задолженности	542,6	546,1	269,5	-50,6	
Увеличение (уменьшение) налогов к уплате	-761,2	-761,2	-1 771,1	132,7	
Уплаченный налог на прибыль	-2 407,4	-2 407,3	-3 031,6	25,9	
<b>Денежные потоки от операционной деятельности</b>	<b>3 142,0</b>	<b>3 051,2</b>	<b>4 486,3</b>	<b>47,0</b>	
<b>Инвестиционная деятельность</b>					
Капитальные вложения	-1 723,7	-1 723,7	-2 693,8	56,3	
Изменение займов	51,6	51,6	-34,5	-167,0	
Проценты полученные	375,3	375,3	358,2	-4,6	
Проценты уплаченные	-517,2	-517,2	-481,6	-6,9	
Покупка дочерних компаний (без приобретенной наличности)	0,0				
Продажа инвестиций	91,5	91,5	0,0	-100,0	
Покупка инвестиций	-249,6	-249,6	-260,1	4,2	
<b>Денежные потоки от инвестиционной деятельности</b>	<b>-1 972,2</b>	<b>-1 972,2</b>	<b>-3 111,8</b>	<b>57,8</b>	
<b>Финансовая деятельность</b>					
Доход от долгосрочных займов (включая текущую порцию)	568,1	568,1	2 927,4	415,3	
Оплата долгосрочных займов (включая текущую порцию)	-3 494,7	-1 249,2	-1 415,9	13,3	
(Выплаты) доход от выпуска облигаций	-19,0	-19,0	-3,4	-82,0	
Увеличение краткосрочных кредитов	133,5	133,5	-23,1	-117,3	
Инфляционный эффект на займы и краткосрочные кредиты	2 245,5				
Дивиденды уплаченные	-107,7	-107,7	-194,1	80,2	
Проценты уплаченные	-997,4	-777,6	-859,3	10,5	
Покупка акций на баланс	-252,5	-252,5	-1 566,2	520,2	
Продажа акций с баланса (исключая налог на прибыль)	203,5	203,5	1 436,1	605,6	
<b>Денежные потоки от финансовой деятельности</b>	<b>-966,4</b>	<b>-746,7</b>	<b>-266,5</b>	<b>-64,3</b>	
Эффект изменения обменного курса на денежные средства	55,0	55,0	104,8	90,6	
Инфляционный эффект на денежные средства	-291,7	-291,7	-79,1	-72,9	
<b>Увеличение денежных средств</b>	<b>-33,3</b>	<b>95,6</b>	<b>1 133,8</b>	<b>1 085,5</b>	
Денежные средства на начало года	548,3	266,6	402,2	50,8	
Денежные средства на конец года	515,0	362,3	1 535,9	324,0	

Источники: отчеты компании, оценки Альфа Банка



## Динамика и оценка акций

Илл. 13. Динамика АДР, с начала месяца, на 30 июля

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение за месяц %	с начала года \$	За 52 недели	
							Максимум \$	Минимум \$
<b>Нефть и Газ</b>								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	13,2	-3,4	34,2	20,6	8,3
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	66,1	17,9	34,8	73,3	36,0
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	19,6	10,9	161,7	25,8	4,5
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	18,3	7,5	15,9	23,8	10,3
Татнефть	2	20 в 1	25,0	13,3	7,8	28,4	17,3	8,0
Юкос	1	15 в 1	20,0	138,5	4,1	78,1	172,5	46,5
<b>Энергетика</b>								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	н/д	3,0	0,0	-20,0	4,6	2,2
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	25,6	-16,1	-13,3	50,7	25,6
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	2,5	-7,4	-37,5	5,0	2,2
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	9,3	8,1	-40,4	18,2	8,1
<b>Телекоммуникации</b>								
ВымпелКом	3	3 в 4	н/д	23,2	1,0	-10,8	34,8	15,1
Голден Телеком	3	1 в 1	н/д	12,7	-11,2	8,8	20,5	6,6
МТС	3	20 в 1	17,0	30,5	16,8	-14,5	40,0	23,0
МГТС	1	1 в 10	н/д	6,7	4,6	-2,9	8,4	4,0
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	1,7	-19,0	0,0	3,0	1,5
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	6,7	-0,6	27,2	9,9	2,7
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	н/д	1,8	0,0	-5,8	3,6	1,1
ЮжТелеком	1	1 в 2	н/д	2,9	-46,4	-13,1	8,0	2,8
<b>Прочие сектора</b>								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	19,6	-3,2	13,6	25,3	10,7
Уралмаш - Ижора	144А, REG S	1 в 1	21,0	4,5	3,9	0,4	7,1	2,7
ГУМ	1	2 в 1	32,2	2,7	-8,5	-19,4	4,6	2,2
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	28,0	18,5	2,6	-5,0	25,4	17,5
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	5,4	-8,3	10,0	8,9	2,7

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 14. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 30 июля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	0,843	1	63	1,132	0,516	2,7	21 607	6,4	5,8	6,7	5,2	1,200	42	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	16,48	16	35	18,23	9,125	2,9	14 017	6,6	8,7	4,2	5,1	20,5	24	НАКАПЛИВАТЬ
Сибнефть	2	13	175	2,17	0,49	0,5	9 483	7,3	7,8	6,0	5,4	2,1	5	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,356	7	13	0,470	0,214	1,5	8 325	4,5	6,3	3,2	3,5	0,6	69	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,675	10	28	0,853	0,409	0,4	1 528	2,2	2,7	2,8	2,2	1,4	107	ПОКУПАТЬ
Юкос	9,23	3	78	11,38	3,15	1,2	19 615	5,6	7,0	4,9	4,4	11,8	28	ДЕРЖАТЬ
PKN	12,6	-21	-20	26,9	12,8	0,1	13 285	4,6	4,7	2,2	2,1			
Petrobras	18,0	-4	-9	22,1	12,6	3,7	1 764	Н/З	7,9	19,7	5,0			
MOL	0,2	-2	18	0,2	0,2	8,4	36 744	6,4	7,2	3,5	3,5			
<b>Среднее</b>								<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	<b>3,5</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,063	-5	-23	0,092	0,058	0,0	302	Н/З	Н/З	-20,0	5,1	0,063	-1	ПРОДАВАТЬ
Ленэнерго	0,280	-13	-22	0,505	0,240	0,0	214	6,3	4,7	2,3	2,6	0,55	96	НАКАПЛИВАТЬ
Мосэнерго	0,025	-4	-38	0,048	0,024	0,6	715	79,5	31,8	2,5	2,5	0,05	98	СПЕК. ПОКУПКА
РАО ЕЭС	0,094	5	-40	0,179	0,084	2,3	3 842	2,8	7,7	2,6	2,9	0,16	71	ПОКУПАТЬ
CEZ	3,1	2	25	3,2	1,8	3,4	1 471	5,0	3,5	3,5	3,9			
Sopel	3,1	-2	-38	7,7	2,9	2,5	1 384	9,1	6,1	4,7	4,0			
Eletrobras	7,0	2	-34	14,1	6,1	11,7	5 731	5,5	3,8	4,5	6,2			
<b>Среднее</b>								<b>6,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>			
<b>Телекомы</b>														
МГТС	6,0	-1	0	7,5	4,8	0,0	524	45,6	18,9	5,1	3,7	7,0	17	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	11,1	8	9	11,9	5,9	3,5	4 853	10,9	7,8	3,1	2,8			
Tele Norte Leste	6,4	16	-33	10,7	5,2	3,6	2 912	20,8	13,5	1,6	2,6			
<b>Среднее</b>								<b>15,8</b>	<b>10,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>			
Ростелеком	1,130	0	24	1,660	0,455	0,1	974	7,3	6,3	3,1	2,7	1,45	28	ДЕРЖАТЬ
Indosat	1,00	1	-4	1,58	0,80	3,0	1 055	7,0	6,1	4,5	2,9			
Embratel	1,05	47	-66	4,23	0,60	4,1	342	Н/З	Н/З	3,3	1,9			
<b>Среднее</b>								<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,4</b>			
Вымпелком	23,2	1	-11	34,8	15,1	6,7	1 248	26,4	14,8	9,5	6,2	31,0	37,9	ПОКУПАТЬ
MTC	30,5	17	-14	40,0	23,0	4,9	3 040	14,7	11,7	7,4	5,3	38,0	25	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	0,005	-16	-34	0,008	0,002	4,5	2 541	14,5	13,6	2,4	6,1			
Mobinil	7,4	-5	-13	15,9	6,3	4,0	735	6,9	6,5	4,6	4,3			
<b>Среднее</b>								<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>			
Голден Телеком	12,7	-11	9	20,5	6,6	0,1	306	Н/З	10,1	11,8	3,4	24,0	89	ПОКУПАТЬ
Netia	0,9	-7	-41	2,9	0,7	0,1	28	Н/З	Н/З	Н/З	19,1			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	19,3	-4	13	25,0	15,0	0,7	4 124	7,2	6,3	3,2	3,1	31,6	64	ПОКУПАТЬ
Ampplats	33,9	14	-20	52,0	26,7	0,8	7 330	11,3	10,8	7,2	6,8			
Eramet	26,0	-6	-23	39,0	21,6	0,0	651	11,8	8,0	4,0	4,1			
WMC	4,3	-8	-19	5,7	3,6	4,5	8 418	17,5	16,5	8,6	8,7			
<b>Среднее</b>								<b>13,5</b>	<b>11,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>			
Северсталь	53,5	1	22	84,0	34,5	0,0	1 181	10,1	6,9	3,8	3,1	65,0	21	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,5	2	18	0,5	0,3	19,7	4 278	19,7	17,3	8,3	7,8			
POSCO	92,0	-6	-9	134,9	59,5	0,3	8 612	13,0	10,1	5,8	5,5			
<b>Среднее</b>								<b>16,3</b>	<b>13,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	14,0	8	54	14,8	9,0	0,0	1 499	11,6	10,5	7,4	6,1	18,0	29	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	5,6	-8	10	8,9	2,7	0,0	612	7,8	3,9	8,0	5,8	8,2	45	ПОКУПАТЬ
Вимм Билл Данн	18,5	2,6	-5,0	25,4	17,5	0,6	812,2	20,8	12,2	10,6	7,5	28,0	51,7	
Okocim	3,0	2	12	4,2	2,4	0,0	63	48,0	14,6	11,5	8,8			
Grupo Modelo-C	2,4	8	16	2,7	1,9	3,2	1 560	21,8	19,3	1,7	1,5			
<b>Среднее</b>								<b>34,9</b>	<b>17,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,1</b>			
<b>Торговля</b>														
ГУМ	1,35	0	-6	1,80	1,10	0,0	81	6,4	5,1	3,3	3,0	2,10	56	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,1	2	23	3,3	2,4	0,0	270	14,4	16,0	11,6	10,4			
Matahari Putra Prima	0,1	-8	26	0,1	0,0	0,3	167	5,7	4,9	2,3	2,0			
<b>Среднее</b>								<b>10,1</b>	<b>10,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>			
<b>Машиностроение</b>														
Уралмаш-Ижора	4,6	1	19	6,4	2,8	0,0	161	6,3	5,4	2,9	2,4	8,0	76	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	16,8	-1	-20	31,4	16,3	0,2	1 278	9,8	3,7	5,0	4,5			
Atlas Copco	21,3	-1	-16	28,2	17,9	0,8	4 395	13,0	13,4	5,6	5,7			
<b>Среднее</b>								<b>11,4</b>	<b>8,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>			

Примечание: н/д – нет данных, н/з – не значимо

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 15. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 30 июля

Тикер Компания Тикер	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	5,15	-2	-6	7,25	2,95	7,6	585	5,6	5,6	2,7	2,9	9,6	86	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	3	0	-19	5,5	2	9,2	287	13,3	8,0	6,1	4,7	2,4	-20	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,4	0	-9	3,8	2,4	0,9	177	4,1	4,6	5,1	4,3	4,5	88	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	85	0	209	100	27,5	0,3	335	4,0	4,5	2,3	1,9	140	65	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,123	17	22	0,183	0,070	27,6	128	2,5	3,9	1,6	1,9	0,20	63	ПОКУПАТЬ
Красноярскэнерго	0,320	10	298	0,320	0,081	3,2	191	40,6	Н/3	9,3	5,5	0,15	-53	СОКРАЩАТЬ
Кубаньэнерго	2,60	0	31	3,1	1,6	10,9	46	10,7	Н/3	2,2	2,1	3	15	ДЕРЖАТЬ
Кузбассэнерго	0,18	0	53	0,220	0,088	60,1	109	Н/3	6,4	2,9	1,4	0,210	17	ДЕРЖАТЬ
Новосибирскэнерго	3,25	0	81	4	1,8	0,0	44	Н/3	Н/3	10,3	23,6	4	23	ДЕРЖАТЬ
Пермэнерго	1,42	0	-11	2,15	1,42	17,8	51	4,1	8,2	1,1	1,4	2,5	76	НАКАПЛИВАТЬ
Ростовэнерго	0,012	-5	-23	0,020	0,011	16,9	36	9,0	4,1	4,5	2,6	0,02	74	НАКАПЛИВАТЬ
Самараэнерго	0,035	0	23	0,041	0,025	19,7	123	10,5	120,1	3,8	5,1	0,040	14	ДЕРЖАТЬ
Свердловэнерго	0,1435	8	42	0,168	0,08	24,1	75	14,7	3,3	1,2	0,9	0,157	9	ДЕРЖАТЬ
Челябэнерго	0,007	0	-4	0,081	0,005	0,7	31	14,4	Н/3	1,3	1,2	0,0105	57	ДЕРЖАТЬ
<b>Телекомы</b>														
Башинформсвязь	0,075	0	7	0,088	0,07	7,9	72	6,8	2,1	2,6	2,1	0,09	20	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	0,9	0	-1	1,45	0,72	67,3	95	11,0	3,0	3,1	1,7	1,64	82	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,39	-1	-7	0,57	0,3575	25,2	207	18,3	22,6	3,7	6,1	0,49	26	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,02	0	-11	0,03	0,02	0,26	53	6,9	3,4	2,1	1,4	0,04	124	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинфоформ	0,010	3	10	0,778	0,007	58,3	85	68,1	12,8	3,4	13,7	0,016	65	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,2	-7	-17	0,37	0,137	84,3	108	30,3	9,0	5,2	2,9	0,34	70	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	0,057	-5	-7	10,69	0,04	70,3	81	7,8	2,5	2,5	1,7	0,13	128	ПОКУПАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
Аэрофлот	0,303	8	-15	0,407	0,270	51,1	336	171,4	26,1	5,2	4,4	0,330	9	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	28,25	15	59	38,9	10,25	163,9	831	5,3	1,9	2,8	2,2	51,0	81	СПЕК. ПОКУПКА
ГАЗ	23,05	0	-21	43	15	37,3	124	67,5	1,9	4,5	3,3	17	-26	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	4,95	0	-7	8,5	3,6	1,1	45	4,8	4,0	2,7	2,6	9,00	82	СОКРАЩАТЬ
Сбербанк	155	4	100	186	30	233,5	3 015	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	220	42	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский труб- ный 3-д	0,116	8	55	0,13	0,062	6,2	55	2,4	1,4	1,6	1,0	0,17	47	СПЕК. ПОКУПКА

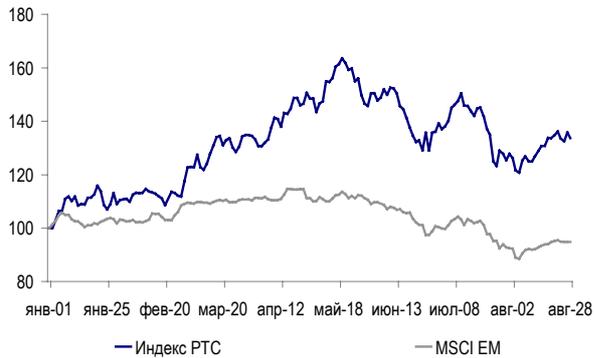
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 16. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 30 июля

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Сургутнефтегаз прив.	0,228	20,37	13,75	0,259	0,126	289,7	36	0,0040	2	0,36	58	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,390	4,00	11,11	0,615	0,258	2,0	42	0,0288	7	0,84	115	ПОКУПАТЬ
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,082	10,88	-30,34	0,135	0,056	9,1	13	0,0045	6	0,17	109	ПОКУПАТЬ
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	0,620	5,08	28,47	0,850	0,210	19,6	45	0,0700	11	0,86	39	ДЕРЖАТЬ

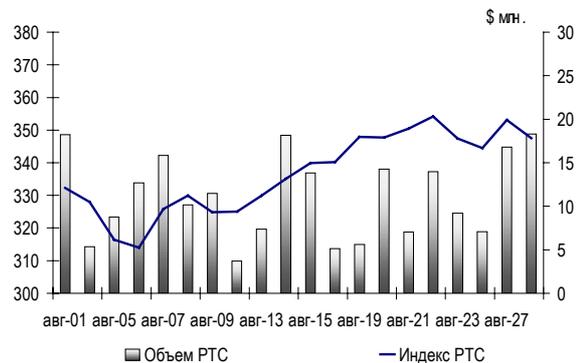
Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

## Графики

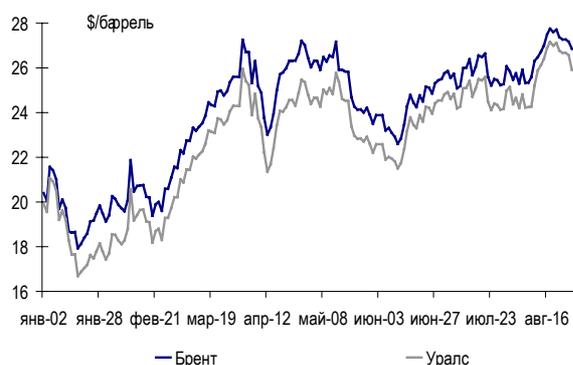
**Илл. 17. РТС и индекс MSCI EM, с начала года**


Источники: РТС, Рейтер

- Капитализация российского рынка выросла в августе на 7%, ежедневный объем торгов составил в среднем \$11млн

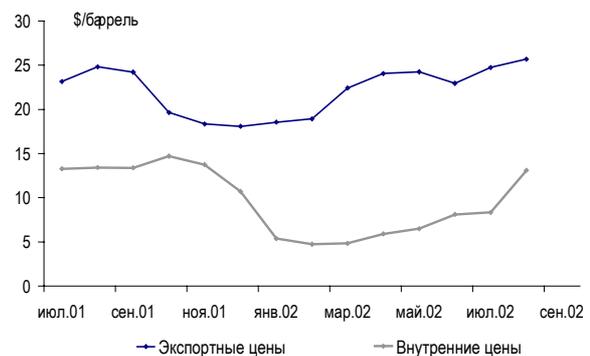
**Илл. 18. Динамика РТС, с начала месяца**


Источник: РТС

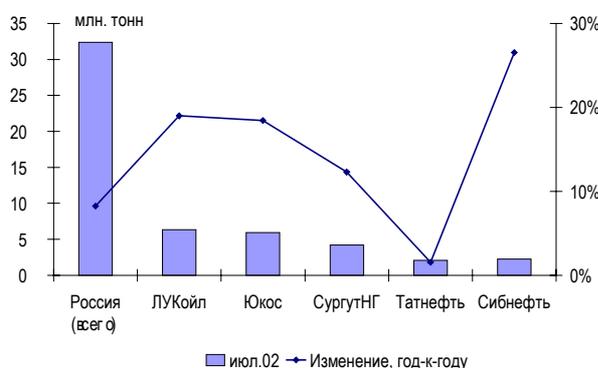
**Илл. 19. Динамика цен на нефть, с начала года**


Источник: Блумберг

- Цены на нефть сорта Brent выросли до \$26,6 за баррель в августе
- Нефтяные компании выигрывают от сужающегося спреда между ценами на Юралс/Brent

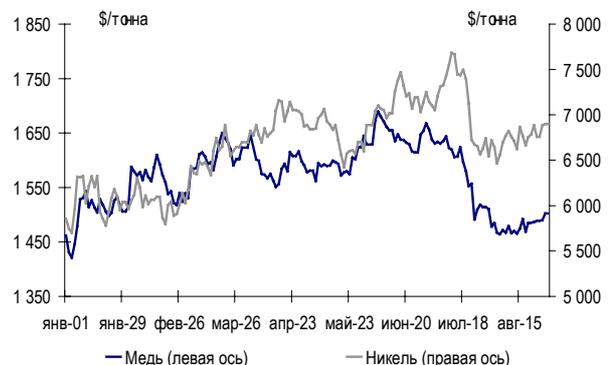
**Илл. 20. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001–2002**


Источник: Министерство энергетики

**Илл. 21. Добыча нефти компаниями, июль 2002 г.**


Источник: Министерство энергетики

- Добыча нефти выросла в июле на 8,5% год-к-году
- Цены на никель стабилизировались в коридоре \$6–7 тыс. за тонну, цены на медь оставались ниже \$1,5 тыс. за тонну

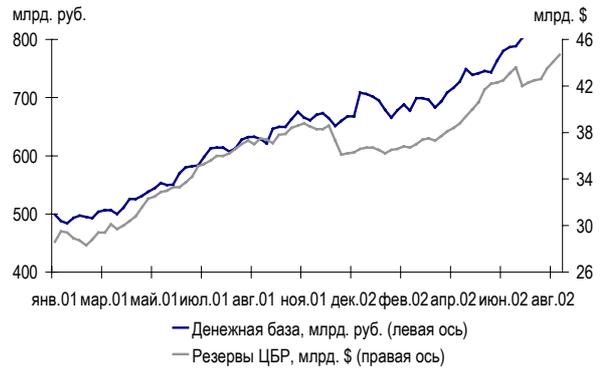
**Илл. 22. Цены на медь и никель, с начала года**


Источник: Блумберг

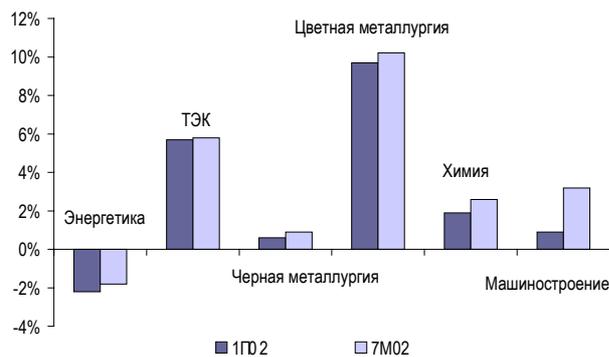
**Илл. 23. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года**


Источник: ЦБР

- Валютный курс стабилизировался в коридоре 31,5–31,6 руб./долл., мы подтверждаем прогноз на конец 2002 г. в 33,5 рублей за доллар
- Рост резервов ЦБР замедлился в августе в связи с выплатами Парижскому клубу в размере \$1,4 млрд.

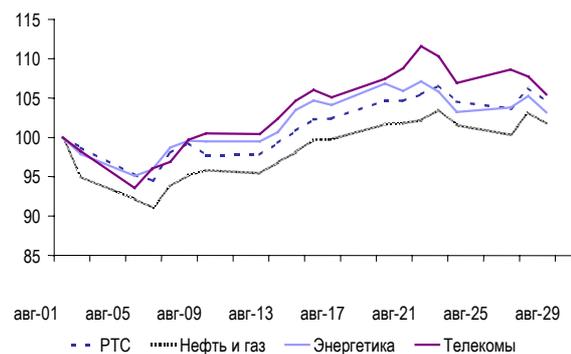
**Илл. 24. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года**


Источник: ЦБР

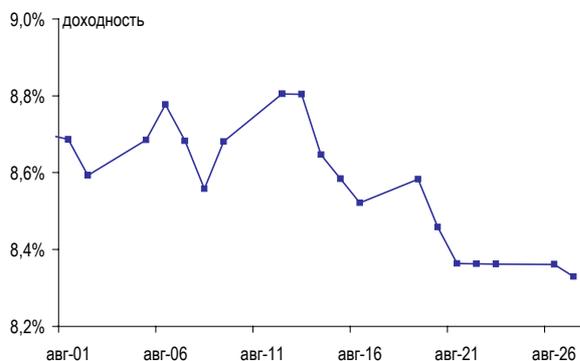
**Илл. 25. Динамика промышленного роста, год-к-году**


Источник: Минфин

- Если рост промышленного производства на 3,6% за 7M02 г. подтвердится в качестве устойчивой тенденции, мы сможем повысить наш годовой прогноз роста

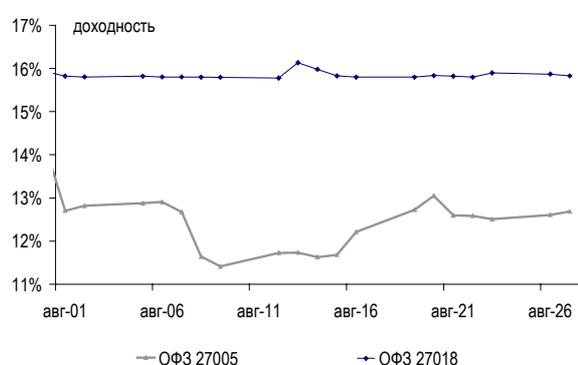
**Илл. 26. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 27. Динамика Евро-07, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Рост цен российских долговых инструментов был обусловлен притоком позитивных внешних и внутренних новостей
- Доходности долгосрочных ОФЗ были стабильны в августе, однако, краткосрочные выпуски чутко реагировали на изменение рублевой ликвидности

**Илл. 28. Динамика ОФЗ 27005- 27018, с начала года**


Источник: Рейтер



## Календарь событий

Илл. 29. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
Начало месяца	Юкос	Результаты за 1Кв.2002 г. по стандартам US GAAP
6, 7	РАО ЕЭС	Заседание комитета РАО ЕЭС по оценке активов
9	ВБД	Результаты за 1П2002 г. по стандартам US GAAP
10	Мегионнефтегаз	Внеочередное собрание акционеров, избрание генерального директора
16	Сан-Интербрю	Публикация результатов за 1П02 г.
19	Нефть	Заседание ОПЕК
23	Северсталь	Соглашение между Россией и США в отношении импорта холодного проката стали
27	РАО ЕЭС	Заседание Совета директоров: принципы оценки активов, рамочные соглашения
25	Макроэкономика	Обсуждение бюджета на 2003 г. в первом чтении
В течение месяца	ГМК Норильский Никель	Результаты по МСБУ за 2001 г.
В течение месяца	ТНК	Объявление консультанта для IPO
Конец месяца	ЛУКОЙЛ	Результаты за 1П2002 г. по стандартам US GAAP

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова  
(7 095) 795-3677

**Резкое улучшение всех макроэкономических показателей**

**В бюджете 2003 г. должно сохраниться положительное сальдо на уровне 0,5% ВВП; возможно, удастся обойтись без выпуска еврооблигаций**

## Экономика и политика

В июле макроэкономические показатели России существенно улучшились: за семь месяцев текущего года промышленное производство выросло на 3,9%, а инвестиции — на 2,6%. Это позволило правительству повысить прогноз по темпам роста ВВП в 2002 г. с 3,8% до 3,9%. Однако мы оставили свой прогноз без изменения, т.к. нельзя исключать, что резкий рост по всем показателям в июле может объясняться сезонными факторами. Мы считаем, что лучше дождаться публикации данных за август и только после этого делать вывод о наличии указанных тенденций. По нашим оценкам, в августе рост промышленного производства по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составит 5%.

В сентябре инвесторы, по-видимому, будут с особым вниманием следить за ходом обсуждения бюджета на 2003 г. 23 августа правительство направило проект бюджета в Думу. Первое его чтение запланировано на 25 сентября. Мы полагаем, что депутаты будут выступать за увеличение непроцентных расходов (не исключено, что они вырастут до 13,5–14% ВВП). Если правительству удастся избежать сокращения положительного сальдо бюджета (сейчас оно составляет 0,5% ВВП), то это станет положительным фактором. Другое важное событие — утверждение программы государственных внешних заимствований. Если будет принят вариант без выпуска еврооблигаций, то для рынка это будет хорошим сигналом.

Илл. 30. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
<b>На сентябрь</b>							
Инфляция	-0,4	38,0	1,5	1,3	0,6	0,5	
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,9	16,1	251,0	27,8	29,4	31,7	
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	23,1	12,7	11,2	25,0	38,0	43,0	
<b>Годовые</b>							
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,6	3,1	2,5
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	19,0	16,0	14
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,3	33,5	38
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	46,0	48
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	35,0	33,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	90,0	93
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	55,0	60

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 31. Основные события

Дата	Событие
1 августа	<b>Минфин РФ прорабатывает возможность отказа от выпуска еврооблигаций в 2003 г.</b> Правительство рассматривает возможность замещения выпуска еврооблигаций объемом \$1 млрд привлечением средств с внутреннего рынка, доходами от приватизации, продажи драгметаллов и камней.
2 августа	<b>Инфляция в РФ в июле 2002 г составила 0,7%, за период с начала года — 9,8%.</b> Исходя из того, что повышение тарифов на газ и электричество отразится на стоимости жилищно-коммунальных услуг с 1–2-месячным лагом, мы ожидаем инфляцию на уровне 0,2–0,5% в августе-сентябре и 16%-ного роста потребительских цен по итогам года.
6 августа	<b>ЦБ РФ понизил с 7 августа ставку рефинансирования до 21% годовых с 23% ранее.</b> В апреле этого года ЦБ уже понижал ставку рефинансирования с 25 до 23% годовых.
12 августа	<b>Приток иностранных инвестиций в РФ в 1-м полугодии 2002 г вырос на 25,2% до \$8,4 млрд.</b> Общая сумма накопленных инвестиций на конец июня 2002 г составила \$38 млрд, увеличившись на 12,7% к аналогичному периоду прошлого года.
15 августа	<b>Бюджет РФ не обязательно будет профицитным после 2003 г.</b> После 2003 г., когда объем платежей по внешнему долгу будет выше среднего уровня, РФ может формировать и дефицитный бюджет.
15 августа	<b>Промышленное производство в России за январь–июль 2002 г. выросло на 3,9%.</b> В случае, если по результатам августа рост в машиностроении сохранится на высоком уровне, мы готовы пересмотреть прогноз текущий роста экономики по итогам года (3% – по промышленному производству и 3,5% – по росту ВВП) в сторону увеличения.
20 августа	<b>Объем инвестиций в основной капитал в январе–июле 2002 г. вырос на 2,6%.</b> Рост инвестиций в июле составил 3,3% по отношению к июлю 2001 г. В июне этот показатель находился на уровне 2,1%.
23 августа	<b>ЦБР пересмотрел порядок обязательной продажи валютной выручки.</b> В рамках постепенной либерализации валютного рынка ЦБР принял решение об изменении механизма обязательной продажи экспортной выручки.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Новости компаний и отраслей**

**Константин Резников**  
(7 095) 795-3612

**Анна Бутенко**  
(7 095) 795-3745

**Нефть и газ**

Хотя Международное энергетическое агентство (IEA) понизило свой прогноз спроса на нефть в 2002 г. на 20% до 200 тыс. барр. в сутки и добыча нефти в июле выросла на 0,7%, цены на нефть в августе поднялись в среднем до \$26,6/барр. Основной причиной высоких цен на нефть было начавшееся обсуждение возможных военных действий США против Ирака. Вероятность нападения привела к усилению нестабильности на Ближнем Востоке и породила предположения о перебоях в поставках сырой нефти из ближневосточного региона.

**Мы предполагаем повысить прогноз цены Brent на 2002 г. с \$22/барр. до \$24/барр.**

Мы ожидаем результатов встречи ОПЕК в Осаке, намеченной на 19 сентября, необходимых для принятия решения о повышении прогноза цены Brent на 2002 г. За восемь месяцев средняя цена spot нефти Brent составила \$23,91/барр., что на 8,7% выше нашего годового прогноза \$22/барр. Таким образом, если страны-члены ОПЕК не изменят квоты добычи, более обоснованным прогнозом на текущий год, по нашему мнению, будет \$24/барр. Это изменение повлечет за собой повышение прогноза чистой прибыли российских компаний на текущий год в среднем на 11,3%.

**Повышение прогноза чистого дохода в среднем на 11% при условии роста цен**

Как мы отмечали при повышении предыдущего прогноза экспортных цен (см. наш отчет от 4 апреля "Повышение прогноза цен на нефть"), больше всех выигрывает от роста цен на сырую нефть компания Татнефть (17,1%), т.к. она зависит от продаж сырой нефти больше других российских нефтяных компаний. В то же время, велика зависимость от экспортных цен и Сургутнефтегаза, который экспортирует почти 75% производства сырой нефти и продуктов переработки. По нашим оценкам, оценка чистой прибыли Сургутнефтегаза может вырасти на 13,8% в результате повышения нашего прогноза средней цены Brent на \$2/барр.

**По текущему прогнозу чистая прибыль может упасть в среднем на 20%**

Наш текущий прогноз позволяет предположить, что в этом году чистая прибыль пяти отобранных нами крупнейших российских нефтяных компаний уменьшится на 19,6% по сравнению с прошлым годом из-за роста себестоимости и снижения внутренних и экспортных цен. Положение Сургутнефтегаза усугубляется ростом амортизационных начислений. Помимо Сургутнефтегаза, падение цен скажется больше всего на ЛУКОЙле и Татнефти. Мы считаем, что Сибнефти удастся нивелировать в основном это снижение за счет увеличения объемов добычи сырой нефти в текущем году на 29%.

**Илл. 32. Влияние роста цен на нефть сорта Brent до \$24/барр. в 2002 г.**

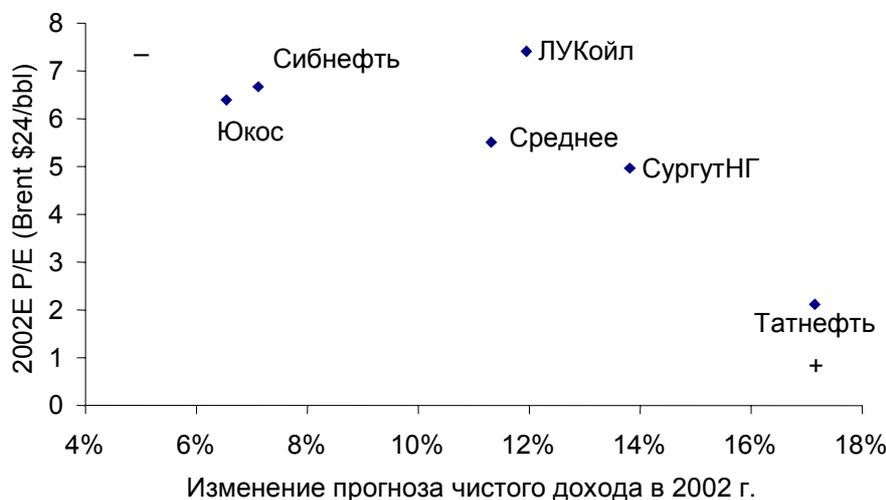
	2001 г.		2002 г. оц. Текущая оценка (Brent \$22/барр.)				2002 г. оц. Brent \$24/барр.				Чистая прибыль	Изменения за год	
	P/E	Чистая прибыль	Чистая рентабельность	P/E	Чистая прибыль	Чистая рентабельность	P/E	Чистая прибыль	Чистая рентабельность	Изменения по сравнению с текущим прогнозом		2002 г. Ос. новн. оц.	2002 г. оц. (Brent \$24/барр.)
ЛУКОЙл	6,3	2 109	26,3	8,3	1 609	14,1	7,4	1 802	14,8	11,9	-23,7	-14,6	
Юкос	5,5	3 473	33,5	6,8	2 814	29,2	6,4	2 998	29,3	6,5	-19,0	-13,7	
Сургутнефтегаз	4,0	1 840	37,8	5,7	1 317	22,6	5,0	1 499	23,8	13,8	-28,5	-18,6	
Сибнефть	6,7	1 305	36,5	7,1	1 221	31,6	6,7	1 308	32,2	7,1	-6,4	0,2	
Татнефть	2,0	702	15,0	2,5	559	16,0	2,1	655	17,7	17,1	-20,3	-6,6	
В среднем	4,9	1 886	29,8	6,1	1 504	22,7	5,5	1 652	23,6	11,3	-19,6	-10,6	

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка

**При цене Brent \$24/барр. чистая прибыль может сократиться в среднем только на 11%**

При средней годовой цене Brent \$24/барр. можно прогнозировать снижение чистой прибыли указанных пяти крупнейших нефтяных компаний в текущем году в среднем на 10,6%. В этом случае, Сибнефть достигнет наилучших результатов: ее чистая прибыль по сравнению с прошлым годом вырастет на 0,2%, а наибольшее падение чистой прибыли может быть отмечено у Сургутнефтегаза (главным образом, из-за высоких амортизационных начислений) и ЛУКОЙла. Тем не менее, предполагаемое снижение чистой прибыли при цене Brent \$24/барр. будет незначительным у всех компаний. Если предположить, что цена нефти установится на этом уровне, то средний коэффициент P/E пяти выбранных компаний составит 5,5, при этом акции ЛУКОЙла и Сибнефти будут самыми дорогими с коэффициентом P/E 7,4 и 6,7 соответственно. Акции Татнефти в настоящее время самые дешевые: их коэффициент P/E за 2002 г. оценивается на уровне 2,5 на основе текущего прогноза цен на нефть и снизится до 2,1 при цене Brent \$24/барр.

**Илл. 33. Оценочный коэффициент P/E при цене Brent \$24/барр. и динамика прогноза чистого дохода**



Источник: оценки Альфа-Банка

## Газпром

**Илл. 34. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
EBITDA, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	6,4	5,8	7,1	6,6
EV/EBITDA	6,7	5,2	5,7	5,5
Капитализация, млн. \$	21 607			
EV, млн. \$	33 507			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 35. Краткий обзор компании**

### Сильные стороны

- Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд. куб.м)

### Слабые стороны

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тыс. куб. м)
- Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд.)

### Возможности

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)
- Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию

### Угрозы

- Правительство является держателем 38% акций компании
- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 36. Основные события**

Дата	Событие
14 августа	<b>ОАО «Газпром» планирует в октябре размещение облигационного займа объемом 5 млрд. руб.</b> Срок обращения выпуска составит 3 года с годовой офертой. Купон будет выплачиваться раз в полгода по ставке 7,5% от номинала (15,21% годовых). Планируется, что минимальная цена размещения составит 98,81% от номинала, что соответствует эффективной доходности к погашению на уровне 16,35% годовых.

Источник: оценки Альфа-Банка

**ЛУКОЙЛ**
**Илл. 37. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 106	10 627	10 284	10 580
ЕБИТДА, млн. \$	3 834	3 162	2 997	3 285
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	1 609	1 573	1 850
P/E	6,6	8,7	8,9	7,6
EV/ЕБИТДА	4,2	5,1	5,4	4,9
Капитализация, млн. \$	14 017			
EV, млн. \$	16 057			
Добыча, млн. бнэ	572			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 38. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Значительные доказанные запасы нефти и газа (16,8 млрд. баррелей)
- Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн

**Слабые стороны**

- Высокие операционные издержки (\$3/баррель)
- Значительный объем долга (\$3.26 млрд.)
- Умеренные темпы роста добычи (2,8% в 2000 и 0,4% в 2001)

**Возможности**

- Развитие активов в странах Восточной Европы (40% перерабатывающих мощностей)
- Приобретение 23% Hellenic Petroleum (Греция) и 37% Гданьского НПЗ (Польша)

**Угрозы**

- Возможно, что большие капвложения (\$2,3 млрд. в 2001г. и \$2,4 млрд. в 2002Оц.) не принесут ожидаемых результатов

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 39. Основные события**

Дата	Событие
1 августа	<b>Правительство откладывает продажу 5,9% акций ЛУКОЙЛА в виде ГДР из-за неудачного состояния рынка.</b> Причиной названо, как и ожидалось, неудачное текущее состояние рынка, а, следовательно, непривлекательная рыночная оценка акций компании – при текущих котировках пакет оценивается в \$714 млн. против максимальной цены, достигнутой в конце мая, \$915 млн.
2 августа	<b>ЛУКОЙЛ не планирует дальнейших покупок зарубежных НПЗ и сконцентрируется на развитии производственной базы.</b> Однако это не касается аукционов, в которых компания участвует в данный момент, а именно: аукцион на покупку 23% доли в Hellenic Petroleum (Греция) вместе с Latsis Group, 75% Гданьском НПЗ (Польша) вместе с Rotch Energy, и 25% в хорватской INA, в вместе с Latsis Group. Такое решение выглядит разумным – в случае удачного развития ситуации зарубежные нефтедобывающие мощности компании возрастут до 45,6 млн. т. (0,91 млн. б/с), в дополнении к 44,8 млн. т. (0,9 б/с) перерабатывающих мощностей, которые компания контролирует в России.
7 августа	<b>ЛУКОЙЛ получил вторичный листинг на LSE для всех обыкновенных акций и АДР 1-го уровня; прозрачность улучшится.</b> ЛУКОЙЛ получил полный вторичный листинг на Лондонской фондовой бирже (LSE) посредством включения в официальный список. Компания получила листинг всех своих обыкновенных акций и американских депозитарных расписок 1-го уровня.
19 августа	<b>Неконсолидированная чистая прибыль ЛУКОЙЛА по РСБУ выросла на 10% до \$560 млн. в 1П02.</b> ЛУКОЙЛ опубликовал неконсолидированную отчетность по РСБУ за 1П02. В соответствии с цифрами, опубликованными компанией, рублевая выручка выросла на 4,5%, однако в долларом выражении она снизилась на 3,2% до \$3 362 млн. в 1П02.
19 августа	<b>Премьер министр Польши Лешек Миллер и глава казначейства Виеслав Кошмарек встретились с консорциумом, включающим ЛУКОЙЛ и английскую Rotch Energy</b> с тем, чтобы принять решение относительно приватизации Гданьского НПЗ. Тем не менее, стороны не смогли прийти к окончательному решению.
27 августа	<b>ЛУКОЙЛ получит доступ к трубопроводу Газпрома, что позволит развить месторождения с резервами в 700 млрд. куб. метров.</b>
28 августа	<b>ЛУКОЙЛ может быть вытеснен концерном PKN Orlen из покупки Гданьского НПЗ.</b>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сибнефть

### Илл. 40. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	3 639	3 755	3 497
EBITDA, млн. \$	1 719	1 911	2 063	1 956
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 221	1 268	1 030
P/E	7,3	7,8	7,5	9,2
EV/EBITDA	6,0	5,4	5,0	5,3
Капитализация, млн. \$	9 483			
EV, млн. \$	10 354			
Добыча, млн. бнэ	151			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 41. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Высокий профессиональный уровень руководства компании
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)

#### Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 13%
- НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

#### Возможности

- Рост акций в свободном обращении с текущих 13% до 25% за 1–2 года
- Поставки нефти на Московский НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

#### Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (88%)

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 42. Основные события

Дата	Событие
1 августа	<b>Неконсолидированная прибыль Сибнефти по РСБУ в 1П02 выросла до \$44 млн.</b> Сибнефть получила в 1П02 \$44 млн. неконсолидированной чистой прибыли по РСБУ, на 60% больше год-к-году. Эта прибыль не сравнима с реальной консолидированной прибылью компании за тот же период. Мы ожидаем, что чистая прибыль Сибнефти по US GAAP за 2002 г. составит \$1167 млн.
2 августа	<b>Сибнефть может получить до 10% в ТНК в обмен на пакеты в ОНАКО и Оренбургнефти.</b> Сибнефть проводит переговоры с ТНК относительно обмена своих акций в Оренбургнефти и ОНАКО на долю в ТНК до 10% и места в совете директоров компании.
5 августа	<b>Сибнефть увеличивает капитальные вложения на 62% до \$800 млн. с целью увеличения производства на 29% и продолжает расширять розничную сеть.</b> Компания также подтвердила свои планы об увеличении свободных денежных потоков до 25% к 2005 году и интерес в приобретении 19,68% акций Славнефти, которые должны выставить на аукционе в конце года. Два этих события будут важными катализаторами в среднесрочной перспективе.
8 августа	<b>Сибнефть подписала долгосрочный контракт на поставку 84 тыс. баррелей в день на московский НПЗ.</b> Сибнефть получила ежемесячную квоту в размере 0.35 млн. тонн (83.8 тыс. баррелей в день) на ближайший год, что составляет 43.75% от общих поставок на НПЗ. Это эффективно исчерпывает конфликт, связанный с тем, что Омский региональный суд запретил Nafta Petrol (поставляющей нефть Лукойла и имеющей контракт).

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 43. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 951	5 254	5 265	5 765
EBITDA, млн. \$	2 602	2 355	2 272	2 508
Чистая прибыль, млн. \$	1 840	1 317	1 288	1 494
P/E	6,9	9,7	9,9	8,5
EV/EBITDA	3,2	3,5	3,7	3,3
Капитализация, млн. \$	8 325	*		
EV, млн. \$	8 325	*		
Добыча, млн. бнэ	321			
Запасы, млн. бнэ	9 162			
Количество акций, млн.	43 428			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 44. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Более 75% выручки в валюте

#### Слабые стороны

- Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3–4%)
- НПЗ компании — один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)

#### Возможности

- Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири
- Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)

#### Угрозы

- Компания контролируется руководством (71%)
- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Примечание: \* Исключая 15 млрд. обыкновенных акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 45. Основные события**

Дата	Событие
22 августа	<b>Неконсолидированные финансовые результаты Сургутнефтегаза за 1П02 снизились на 35%.</b> Выручка компании за 1П02 выросла только на 1.9% в долларовом выражении, до \$2,596 млн., несмотря на рост производства на 11.5%. Как и прочие нефтяные компании, Сургутнефтегаз пострадал от снизившихся цен на нефть и нефтепродукты. По нашей оценке, в результате переоценки основных средств в этом году амортизация выросла на 177.3% до \$391 млн. за 1П02. Тем не менее, если исключить эффект от роста амортизации, за первые 6 месяцев расходы выросли на 22.7%. Как мы видели в отчетности за 1Кв02 по GAAP, изменения в налогообложении было наиболее значительным двигателем роста затрат.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Татнефть

**Илл. 46. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 997	3 488	3 087	3 276
ЕБИТДА, млн. \$	831	1 031	992	1 116
Чистая прибыль, млн. \$	702	559	534	652
P/E	2,1	2,6	2,8	2,3
EV/ЕБИТДА	2,8	2,2	2,3	2,1
Капитализация, млн. \$	1 528			
EV, млн. \$	2 301			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 47. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ
- Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий

**Слабые стороны**

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
- Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)

**Возможности**

- Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)
- Реструктуризация краткосрочного долга (\$356 млн.) в течение 2 лет

**Угрозы**

- Выработанность запасов увеличивает издержки на добычу
- Истощение ресурсной базы (на 70%) может привести к снижению объемов добычи

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 48. Основные события**

Дата	Событие
6 августа	<b>Чистая прибыль Татнефти по РСБУ (консолидированная отчетность) снизилась до \$64 млн. из-за низких цен;</b> чистый долг вырос на 4% до \$1.1 млрд. Консолидированные цифры по РСБУ в течении нескольких прошлых лет были ниже результатов по GAAP, и, таким образом, можно ожидать, что цифры по US GAAP и в этом году будут лучше. Однако, компания публикует результаты по US GAAP только за половину года. По итогам полного года мы ожидаем, что компания продемонстрирует снижение чистой выручки на 18% до \$3.26 млрд., и получит \$559 млн. чистой прибыли, что будет на 20.3% ниже, чем в прошлом году

Источник: оценки Альфа-Банка

## Юкос

**Илл. 49. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	7 309	8 607	8 305	8 564
ЕБИТДА, млн. \$	3 985	4 488	4 359	4 634
Чистая прибыль, млн. \$	3 473	2 814	2 739	2 951
P/E	5,9	7,3	7,5	7,0
EV/ЕБИТДА	4,9	4,4	4,5	4,2
Капитализация, млн. \$	19 615	*		
EV, млн. \$	19 615	*		
Добыча, млн. бнэ	424			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 237			

Примечание: \* Исключая 5% акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 50. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Сильные финансовые показатели
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

**Слабые стороны**

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке (17%)

**Возможности**

- Увеличение числа акций на рынке до 30–35% в течение 5-7 лет
- Строительство трубопровода в Китай к 2005 г.
- Модернизация сети АЗС и НПЗ к 2005

**Угрозы**

- Компания находится под полным контролем ее руководства
- Большие издержки при освоении запасов нефти в Восточной Сибири

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 51. Основные события**

Дата	Событие
13 августа	<b>Юкос начинает инвестиции в Восточно-Сибирские резервы через новый выпуск акций ВСНК (на \$70 млн.)</b> Восточно-Сибирская нефтегазовая компания (ВСНК), в которой Юкос и Металлоинвест контролируют соответственно 70.2% и 28.5%, созывает внеочередное собрание акционеров 6 сентября для утверждения выпуска новой эмиссии акций. Общее количество новых акций составит 273.8 млн., что утроит акционерный капитал компании.
13 августа	<b>Опционы на покупку акций Юкоса увеличат объем акций в свободном обращении на \$60 млн.</b> Группа Менатеп продала опционы на покупку акций Юкоса Morgan Stanley, UBS Warburg, Bank Austria и CSFB со сроком реализации от 6 до 18 месяцев. Общее число акций, под которые выпущены опционы, стоят \$60 млн., и составляют 0.3% от количества акций в уставном капитале компании. Этот новый для российского рынка инструмент позволит Юкосу увеличить количество акций в свободном обращении с текущих 24%. Так как деривативы на акции компании напрямую не влияют на цену акций, увеличение "free-float" таким путем является позитивной новостью для компании.
14 августа	<b>Юкос заинтересовался проектом строительства глубоководного терминала в Мурманске для поддержки своих планов по экспорту нефти в США.</b> Юкос заинтересован в изучении планов Лукойла по строительству глубоководного терминала в Мурманске, который можно было бы использовать для экспорта нефти на американский рынок. Годовая пропускная способность терминала планируется на уровне 50 млн. тонн (1 млн. б/с), в дополнение к терминалу необходимо построить нефтепровод, который свяжет Мурманск с нефтепроводом Транснефти.
15 августа	<b>Добыча Юкоса выросла на 16,5% в первом полугодии 2002 г до 1,3 млн б/с, ниже годового плана в 20,5%; доля экспорта сохранилась на уровне 50,5%.</b> Объем переработки на НПЗ компании увеличился, однако в меньшей степени чем добыча. Рост переработки в первом полугодии 2002 г. составил 6,8%, увеличившись до 15,1 млн. т. (0,61 млн б/с). Доля выпуска легких нефтепродуктов на НПЗ компании снизилась с 59% в 1П01 до 58,2% в 1П02. Доля экспорта нефтепродуктов немного увеличилась: с 31% в 1П01 до 31,8% в 1П02, так как компания пыталась перенаправить поставки с внутреннего рынка, где в первом квартале наблюдался значительный спад цен.
16 августа	<b>Неконсолидированная чистая прибыль Юкоса по РСБУ выросла до \$194 млн. в 1П02.</b> Компания увеличила чистую прибыль в 1П02 с \$21 млн. до \$194 млн., что увеличивает базис для выплаты дивидендов. Ранее компания выплачивала промежуточные дивиденды, и ей не требовалось обязательно показывать прибыль по РСБУ. В этом году компания будет выплачивать дивиденды только по окончании финансового года.
20 августа	<b>ЮКОС удвоит пакет в Mazeikiu Nafta до 54% за \$85 млн.</b> Юкос достиг соглашения о покупке 26,8% акций Mazeikiu Nafta у Williams за \$85 млн. Mazeikiu Nafta (MN) – литовский нефтеперерабатывающий холдинг, который включает Mazeikiu НПЗ (мощностью 263.4 тыс. барр. в день) и нефтяной терминал Butinge (мощностью 160 тыс. барр. в день). Предварительно Юкос купил 26,85% в MN у литовского правительства за \$75 млн., при этом компания должна предоставить заем в размере \$75 млн. для модернизации НПЗ.
20 августа	<b>Уралсвязьинформ планирует выпустить АДР третьего уровня в 2003 г., но объем выпуска ограничен контролем Связьинвеста.</b> Компания планирует выпустить АДР третьего уровня для уральского объединенной телекоммуникационной компании в конце 2003. У Уралсвязьинформа уже есть АДР 1-го уровня, выпущенные на 4% уставного капитала, которые будут добавлены к новому выпуску. Уралсвязьинформ имеет наибольшую возможность из всех 7 региональных телекомов выпустить АДР третьего уровня, так как пакет Связьинвеста этой компании превышает 51%.
23 августа	<b>Williams International предлагает два американских НПЗ (385 тыс. баррелей в день) Юкосу.</b> В связи с финансовыми проблемами, Williams International Company (WIC) выразила интерес в продаже двух расположенных в США НПЗ общей мощностью 385,000 баррелей в день. Один НПЗ расположен в Мемфисе, его мощность составляет 175,000 баррелей в день, и нефть поставляется через терминал в Новом Орлеане. Этот НПЗ отличается высоким технологичным уровнем, и может перерабатывать нефть Urals. Второй НПЗ, расположенный на Аляске, мощностью 210,000 баррель в день, загружен только на 30%, и в основном производит авиа топливо.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Ольга Филиппова**  
(7 095) 795-3735

**Совет директоров  
РАО ЕЭС рассмотрит  
ряд важных вопросов в  
сентябре**

## Энергетика

Инвесторы в сентябре будут внимательно следить за решениями Совета директоров РАО ЕЭС. Повестка предстоящих заседаний Совета директоров РАО ЕЭС включает ряд важных вопросов (см. Илл. 12)

### Илл. 52. Повестка заседаний СД РАО ЕЭС

Вопрос	Дата
<b>Поддержка программы АDR</b> Одной из альтернатив является запуск программы ПДР (portfolio depositary receipts) на акции новых компаний, создаваемых на базе активов РАО ЕЭС	Сентябрь 2002, Февраль 2003
<b>Принципы оценки активов РАО ЕЭС</b> В течение следующего месяца комитет РАО ЕЭС по оценке проведет несколько встреч, целью которых является доработка предложенной на сегодняшний день методологии оценки, разработанной компанией Deloitte & Touche.	27 Сентября – Октябрь
<b>Рамочные соглашения (Юкос, Ренессанс Капитал)</b> Акционеров беспокоит риск нарушения принципов пропорционального распределения долей в новых компаниях, создаваемых на базе энергоактивов.	Вторая половина сентября
<b>Использование средств от продажи энергоактивов</b> Мы считаем, что значительная часть средств должна быть направлена на выплату дивидендов.	Сентябрь 2002
<b>Инвестиционный план РАО ЕЭС</b>	Сентябрь 2002

Источники: отчёты компании, оценки Альфа-Банка

**Мы ожидаем увидеть  
первые результаты  
работы консультанта  
по реформированию  
РАО ЕЭС в сентябре**

РАО ЕЭС объявило тендер на привлечение инвестиционного консультанта по реформированию. Основные сферы деятельности консультанта: 1) подготовка планов по реструктуризации и 2) общение с акционерами. Мы считаем, что выбор консультанта будет способствовать росту капитализации компании, если работа консультанта приведет к разработке четких рекомендаций по реструктуризации и разрешит опасения инвесторов в отношении оценки активов и будущей ликвидности акций энергетических предприятий. Мы ожидаем увидеть первые результаты работы консультанта уже в сентябре.

## РАО ЕЭС

### Илл. 53. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 273	13 557	14 597	16 006
ЕБИТДА, млн. \$	2 147	1 933	2 081	2 221
Чистая прибыль, млн. \$	1 383	497	488	624
P/E	2,8	7,7	7,9	6,2
EV/ЕБИТДА	2,6	2,9	2,7	2,5
Капитализация, млн. \$	3 842			
EV, млн. \$	5 635			
Производство, ТВтч	627			
Мощность, ГВт	155			
Количество акций, млн.	42 117			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 54. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Выгоды от роста внутреннего рынка
- Риски, связанные с реформированием сектора риска, которым подвергаются отдельно действующие энергетические компании, снижаются вследствие объединения последних в рамках РАО ЕЭС.

#### Слабые стороны

- Высокая степень зависимости от перекрестного субсидирования различных секторов российской экономики

#### Возможности

- В борьбе за энергетический сектор России стратегические инвесторы готовы поднять ставки, предлагая за активы премию в 300–1000%
- Отказ от непрофильных активов позволит сократить издержки на 10–15%

#### Угрозы

- Связанные с реструктуризацией риски вывода активов и разводнения

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 55. Основные события**

Дата	Событие
5 августа	<p>Правительство объявило, что готово поддержать некоторые поправки, внесенные Думой в законодательство по энергетике.</p> <p>В их числе:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Двухуровневое регулирование тарифов – Региональные энергетические комиссии (РЭК) продолжают регулировать локальные ставки. Методология для расчета тарифов будет улучшена с тем, чтобы ограничить влияние региональных администраций.</li> <li>• Контроль над сетью – государство получит контрольный пакет в ФСК и Системном Операторе так скоро, как это возможно. Ключевым моментом тут является механизм компенсации миноритарным акционерам.</li> <li>• Прямые контракты между генераторами и потребителями – Крупные потребители энергии смогут миновать оптовый рынок, и покупать энергию напрямую. Мы ожидаем, что это поможет снизить затраты для промышленных потребителей, однако, лучшие активы могут оказаться закрытыми, и либерализованные рыночные объемы будут ограниченными.</li> <li>• Либерализация экспорта: не будет монополии на экспорт электроэнергии</li> </ul>
7 августа	<p>Минфин понизил профицит бюджета 2003 г. до 0,6% ВВП против 0,8% ВВП ранее. Намерение правительства снизить непроцентные расходы в следующем году до 13% ВВП является позитивным для бюджета, однако представляется труднореализуемым.</p>
9 августа	<p>S&amp;P присвоило долгосрочный кредитный рейтинг 'B' РАО ЕЭС, что ниже чем у Газпрома и ЛУКОЙла, но самый высокий среди энергетических компаний. Тем не менее, рейтинг РАО ЕЭС выше, чем у Мосэнерго ('B-') и Иркутскэнерго ('ССС+'), что свидетельствует о том, что РАО ЕЭС остается самой привлекательной компанией в энергетическом секторе.</p>
9 августа	<p>Тендерная цена Соликамской ТЭЦ \$127/кВт может служить ориентиром для РАО ЕЭС, оцениваемой на уровне \$30/кВт. Пермэнерго объявила результаты тендера на продажу Соликамской ТЭЦ, одной из своих тепловых станций. Это является первым важным примером продажи генерирующих активов.</p>
15 августа	<p>Мы повторяем рекомендацию покупать акции РАО ЕЭС с уровнем справедливой цены \$0.16 в виду снижения рисков и неопределенности в следующие несколько месяцев. На наш взгляд, большая часть рисков и неопределенности относительно реформ, которые заложены в цену акций, должны быть адресованы к ноябрю. Совет директоров и менеджмент, кажется, стремится найти решение трех основных вопросов, которые беспокоят инвесторов: будущая ликвидность акций, оценка активов и контроль акционерами над принимаемыми решениями.</p>
15 августа	<p>Проект федерального бюджета предполагает рост дивидендных выплат РАО ЕЭС за 2002 г. на 20% и дивидендную доходность в 6% и 1% по префакциям и обыкновенным акциям, соответственно.</p>
16 августа	<p>Операционная прибыль головной компании РАО ЕЭС за 1П02 г. выросла на 15%, что соответствует нашим ожиданиям. РАО ЕЭС опубликовало неконсолидированные результаты за 1П02. Выручка головной компании выросла на 34% год-к-году до \$769 млн. в 1П02, прежде всего, из-за роста абонплаты. Более быстро росла себестоимость (70% год-к-году в 1П02), рост которой был ускорен более чем удвоившимися в результате переоценки амортизационными отчислениями.</p>
23 августа	<p>Роснефть объявила о своей готовности купить у РАО ЕЭС контрольный пакет Охтинской ТЭЦ, мощностью 86 Мвт, и ЛЭП-35. Охтинская ТЭЦ входит в состав Сахалинэнерго и представляет 14% всех мощностей этой энергосистемы. Интерес к ТЭЦ связан с необходимостью обеспечивать стабильное электроснабжения дочек Роснефти, расположенных на Сахалине, в частности, Сахалинморнефтегаз. Роснефть готова профинансировать модернизацию ТЭЦ и завершить строительство ЛЭП-35, чтобы «объединить север и юг Сахалина в единую энергетическую сеть».</p>
26 августа	<p>РУСАЛ предоставит РАО ЕЭС кредит в размере \$10 млн. под залог акций Богучанской ГЭС, размер пакета даст ориентир стоимости гидромошностей. \$10-миллионный кредит от РУСАЛА составляет только 1% необходимых капиталовложений и может рассматриваться как первый шаг возможных полномасштабных инвестиций.</p>
27 августа	<p>Консолидированная чистая прибыль РАО ЕЭС за 1П02 по РСБУ выросла на 37%, рентабельность EBITDA практически не изменилась. Мы оцениваем результаты за 1П02 г. как нейтральные для рынка, так как они демонстрируют стабильное положение на операционном уровне. Учитывая дополнительное повышение тарифов во второй половине 2002 года, можно ожидать улучшения на операционном уровне по итогам всего года.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мосэнерго

**Илл. 56. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 487	1 647	1 630	1 718
EBITDA, млн. \$	283	289	351	378
Чистая прибыль, млн. \$	9	23	75	106
P/E	79,5	31,8	9,5	6,7
EV/EBITDA	2,5	2,5	2,0	1,9
Капитализация, млн. \$	715,2			
EV, млн. \$	715,2			
Производство, ТВтч	70,8			
Мощность, ГВт	14,9			
Количество акций, млн.	28 267,7			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 57. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сильная клиентская база гарантирует стабильное поступление оплаты</li> <li>• Крупнейшая в России и наиболее ликвидная региональная энергетическая компания</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отсутствие четкой стратегии развития</li> <li>• Предстоящее (в октябре 2002 г.) погашение еврооблигаций (основная сумма долга составляет \$110 млн)</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поглощение перепродавцов (до 5% совокупной выручки)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Связанные с реструктуризацией риски вывода активов: компания теряет 30% мощностей и высоковольтных ЛЭП</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 58. Основные события**

Дата	Событие
13 августа	Мосэнерго ожидает чистую прибыль на уровне \$22 млн. в 2002 по РСБУ против \$71 в 2001 г. Мосэнерго объявило, что ожидаемый убыток до налогообложения и чистый убыток составят, соответственно, \$13 млн. и \$25 млн. в 1П02.
13 августа	ЕБРР предоставит Мосэнерго кредит на пять лет в размере \$70 млн. для финансирования капитальных вложений и выплат по еврообондам. По соглашению, кредит будет выплачиваться в течении 5 лет полугодовыми платежами по ставке LIBOR+4%.
14 августа	Рост тарифов на газ в 2003 г составит не более 20%, на электричество — 14%. Лимиты роста цен на услуги естественных монополий, принятые на заседании правительства, оказались ниже планировавшихся ранее. В случае утверждения этих лимитов представляется реалистичным прогноз ЦБ по инфляции в 2003 г на уровне 9–12%.
28 августа	Агентство Standard & Poor's изменило прогноз долгосрочного кредитного рейтинга Мосэнерго на «позитивный» со «стабильного», подтвердив рейтинг «В».

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ленэнерго

**Илл. 59. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	579	624	672	735
ЕБИТДА, млн. \$	87	88	105	112
Чистая прибыль, млн. \$	34	45	63	69
P/E	6,2	4,7	3,4	3,1
EV/ЕБИТДА	2,8	2,8	2,3	2,2
Капитализация, млн. \$	214			
EV, млн. \$	242			
Производство, ТВтч	17			
Мощность, ГВт	5			
Количество акций, млн.	897			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 60. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Значительная (14%) доля акций принадлежит иностранным стратегическим инвесторам
- Наличие новой, энергичной и инициативной команды профессиональных менеджеров

**Слабые стороны**

- 34% поставок электроэнергии и 73% поставок тепла идут субсидируемым потребителям

**Возможности**

- Компания может стать базой консолидации соседних АО-энерго

**Угрозы**

- Возможна потеря крупных промышленных потребителей (до 37% выручки), Киришской ГРЭС (39% мощностей) и высоковольтных линий

Источники: оценки Альфа-банка

## Иркутскэнерго

**Илл. 61. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	342	366	389	432
ЕБИТДА, млн. \$	-17	66	69	87
Чистая прибыль, млн. \$	-1 549	-14	-6	11
P/E	Н/3	Н/3	Н/3	27,9
EV/ЕБИТДА	-20,0	5,1	4,9	3,8
Капитализация, млн. \$	302,0			
EV, млн. \$	334			
Производство, ТВтч	57			
Мощность, ГВт	13			
Количество акций, млн.	4 767			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 62. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Наличие неиспользуемых мощностей, низкая себестоимость; 70% мощностей (свыше 9ГВт) составляют ГЭС.

**Слабые стороны**

- Давление со стороны крупных потребителей, являющихся крупными акционерами компании, препятствует повышению тарифов на электроэнергию

**Возможности**

- В краткосрочной перспективе возможно увеличение поставок электроэнергии на ФОРЭМ
- Экспорт электроэнергии в Казахстан

**Угрозы**

- Может потерять \$50 млн. (абонентская плата РАО ЕЭС за передачу э/э)

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 63. Основные события**

Дата	Событие
9 августа	Иркутскэнерго начинает поставки электроэнергии в Казахстан, которые могут составить порядка 3% от общего объема поставок э/э ежегодно. По текущей цене поставки э/э на ФОРЭМ (\$3,4/МВтч для Иркутскэнерго), экспорт в Казахстан может добавить к выручке компании порядка \$4 млн. ежегодно, или 1% от общей выручки. Эта новость является положительной для Иркутскэнерго, так как создан прецедент экспорта, который в будущем может увеличиться как в количественном, так в стоимостном объеме.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Андрей Богданов**  
(7 095) 795-3613

**Елена Роговина**  
(7 095) 795-3742

**Следующее повышение тарифов будет обсуждаться в конце 2002-начале 2003 г.**

**Наш выбор — Сибирь, Южный, Волга и Урал Телекомы**

## Телекомы

Связьинвест получил согласие МАПа на повышение тарифов 34 региональных операторов в среднем на 18% с 1 сентября этого года. Пока же в этом году местные тарифы повысились у 14 операторов.

Следует, однако, отметить, что повышение тарифов не столь существенно, как планировал Связьинвест (предлагалось 30%-ное повышение). Представитель холдинга сообщил, что очередное повышение тарифов будет обсуждаться в конце 2002–начале 2003 г. Если говорить о новом существенном повышении тарифов, то, на наш взгляд, оно произойдет не раньше, чем Минсвязи и МАП сумеют договориться о значении термина «нормальная прибыль», которую должны обеспечивать тарифы на местную связь. Мы полагаем, что с введением в 2003 г. раздельного учета доходов и расходов компаниям Связьинвеста будет легче лоббировать повышение тарифов, поскольку станет видна реальная стоимость эксплуатации местных сетей.

Поскольку мы учли возможность того, что заявка Связьинвеста на повышение тарифов будет удовлетворена лишь частично, рост тарифов, в общем, соответствует нашим прогнозам. Так, в наших прогнозах по 7 узловым региональным компаниям мы исходили из того, что в 2002 г. местные тарифы будут повышены в среднем на 20%.

Мы полагаем, что нынешнее и будущие повышения тарифов, а также опубликованные недавно отчеты «дочек» Связьинвеста за 1-е полугодие 2002 г., из которых видно, что операционная рентабельность растет (без учета Ростелекома норма операционной прибыли увеличилась до 26% при росте выручки на 23% и стоимости реализованных услуг на 19%), станут факторами роста акций региональных операторов. В перспективе завершение процесса консолидации отрасли также должно иметь положительный эффект. В качестве объекта инвестиций мы рекомендуем в первую очередь акции следующих компаний — Сибирь Телеком, Южный Телеком, Волга Телеком и Урал Телеком.

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

### Илл. 64. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	309	351	399
ЕБИТДА, млн. \$	24	83	123	152
Чистая прибыль, млн. \$	-39	30	51	51
P/E	N/3	10,1	6,0	6,0
EV/ЕБИТДА	11,8	3,4	2,3	1,9
Капитализация, млн. \$	306			
EV, млн. \$	282			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 65. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сильные балансовые показатели</li> <li>• Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг</li> <li>• Альфа-Групп как стратегический инвестор</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Очень низкая ликвидность</li> <li>• Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание одного из крупнейших российских альтернативных операторов на базе Совинтела и ТелеРосса</li> <li>• Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 66. Основные события

Дата	Событие
6 августа	GTI опубликовал результаты за 2Кв2002. В целом, результаты соответствовали ожиданиям более низкой чистой прибыли ввиду списания инвестиций в МСТ. Мы повторяем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции GTI со справедливой ценой на уровне \$24.

Источник: оценки Альфа-Банка

**МТС**
**Илл. 67. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 294	1 556	1 773
EBITDA, млн. \$	424	589	724	824
Чистая прибыль, млн. \$	207	259	302	343
P/E	14,7	11,7	10,1	8,9
EV/EBITDA	7,4	5,3	4,3	3,8
Капитализация, млн. \$	3 040			
EV, млн. \$	3 140			
Число абонентов, '000	2 976			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 68. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- 32% регионального рынка мобильной связи

**Слабые стороны**

- Незначительное количество акций в свободном обращении
- Недостатки в уровне обслуживания клиентов

**Возможности**

- Введение тарифных планов pre-paid
- 

**Угрозы**

- Невыгодные условия поглощения UMC
- Неопределенность в отношении доли Deutsche Telekom

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 69. Основные события**

Дата	Событие
7 августа	<b>Конфликт между дочерней компанией МТС в Беларуси и местным мобильным оператором Велком близок к разрешению.</b> МТС работает в Беларуси с конца июня и обслуживает около 9,000 абонентов. Велком заблокировал обмен трафиком между операторами, объясняя это отсутствием соглашения между компаниями, необходимого по белорусскому законодательству. Кроме того, в соответствии с лицензиями, мобильные операторы в Беларуси не могут брать деньги с абонентов за входящие звонки, что ставит Велком в более сложное положение из-за изначально большего числа абонентов.
9 августа	<b>Договор об обмене трафиком между МТС и Велком – признак урегулирования конфликта.</b> Белорусская дочка МТС подписала договор с первым местным мобильным оператором Велком об установлении межсетевой связи. Документ был подписан после угрозы министерства связи Беларуси приостановить лицензию МТС. МТС подписала договор с Велком, но с некоторыми изменениями, которые теперь рассматриваются юристами Велком. МТС не удовлетворена расчетными ставками с Велком.
13 августа	<b>Абонентская база МТС в Северо-Западном регионе превысила 500,000, что подразумевает долю рынка 27% и уровень проникновения 28%.</b> МТС объявила о том, что абонентская база компании в Северо-Западном регионе превысила 500,000 подписчиков, включая 469,000 абонентов в Санкт-Петербурге и Ленинградской области, и 69,200 в 7 других районах Северо-Западного макро региона.
13 августа	<b>МТС начала операции в Челябинске.</b> Текущий уровень проникновения в регионе составляет около 3% (108,000 абонентов).

Источник: оценки Альфа-Банка

**ВымпелКом**
**Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	706	884	1 038
EBITDA, млн. \$	148	228	301	366
Чистая прибыль, млн. \$	47	84	111	146
P/E	26,4	14,8	11,2	8,5
EV/EBITDA	9,5	6,2	4,7	3,9
Капитализация, млн. \$	1 248			
EV, млн. \$	1 414			
Число абонентов, '000	1 573			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 71. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Уверенное лидерство на московском рынке
- Приход Альфа Групп в качестве стратегического инвестора

**Слабые стороны**

- Низкий ARPU новых абонентов

**Возможности**

- Выход на рынки оставшихся регионов и Украины
- Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи

**Угрозы**

- Дорогой выход на рынок Санкт Петербурга

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 72. Основные события**

Дата	Событие
1 августа	<b>Мы повышаем рекомендацию по ВымпелКому на ожиданиях хороших результатов 2Кв02 и 50% потенциале роста до расчётной цены \$32.</b> Мы ожидаем, что выручка вырастет на 17% квартал-к-кварталу, EBITDA и чистая прибыль вырастут на 7% и 5%, соответственно. В то же время, по нашим ожиданиям, ARPU практически не изменится, остановившись на уровне \$19 (снижение на 2%), из-за сезонного роста использования телефонов и отсутствия снижения тарифов во втором квартале 2002 г.
6 августа	<b>В июле Вымпелком сохранил долю 54% от числа новых абонентов в Москве.</b> Цифры все еще демонстрируют лидерство Вымпелкома на московском рынке сотовой связи, несмотря на то, что МТС делает успехи по уменьшению этого разрыва.
27 августа	<b>ВымпелКом показал во втором квартале устойчивый рост выручки.</b> Мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ВымпелКоба с расчётной ценой \$32. Сочетание устойчивого роста абонентской базы, лидирующей позиции компании в МЛЗ, высокие нормы прибыльности и большой потенциал роста до расчётной цены, по нашему мнению, делает акцию привлекательной.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы традиционной связи МГТС

### Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	307	340	361
EBITDA, млн. \$	126	149	172	180
Чистая прибыль, млн. \$	13	30	62	69
P/E	45,6	18,9	7,7	6,9
EV/EBITDA	5,1	4,3	3,7	3,6
Капитализация, млн. \$	524			
EV, млн. \$	645			
Используется линий, '000	159			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 74. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Относительно ликвидная региональная компания
- Контрольный пакет МТУ-Информ

#### Слабые стороны

- Одни из наиболее устаревших региональных сетей
- Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации

#### Возможности

- Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом
- Введение поминутной тарификации со второй половины 2002 г

#### Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах
- Погашение значительного долга в 2002 г.

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 75. Основные события

Дата	Событие
2 августа	МГТС опубликовала результаты работы за 1 полугодие 2002 г. по РСБУ, которые соответствуют нашим прогнозам. Исходя из имеющейся информации мы можем наблюдать улучшение работы компании: норма валовой прибыли увеличилась до 40% (увеличение на 25% относительно того же периода 2001г.). Тем не менее, принимая во внимание переоценённость относительно аналогов и неопределённость относительно будущего компании, мы оставляем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.
2 августа	МГТС стала единственной компанией, которой разрешено участвовать в международном тендере на приватизацию 51% Молдтелекома. МГТС о разрешено участвовать в международном тендере на приватизацию 51% молдавского телекоммуникационного оператора Молдтелекома (\$55.4 млн. выручки, \$8 млн. чистой прибыли, 676,600 используемых линий доступа в 2001).

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ростелеком

### Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	872	955	986	1 012
EBITDA, млн. \$	319	369	371	394
Чистая прибыль, млн. \$	151	175	85	115
P/E	7,3	6,3	12,9	9,6
EV/EBITDA	3,1	2,7	2,7	2,5
Капитализация, млн. \$	974			
EV, млн. \$	990			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 77. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г.
- Обладает инфраструктурой национального значения

#### Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Отсутствие стратегии развития

#### Возможности

- Стать ведущим провайдером услуг Интернет
- Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями

#### Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 78. Основные события

Дата	Событие
2 августа	Ростелеком объявил результаты за 1П02 по РСБУ. Последние цифры подтверждают тренд, наметившийся в прошлых отчетах: очень медленный рост выручки с улучшающейся рентабельностью в результате снижения затрат (прежде всего за счет снижения стоимости персонала).

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

**Рост цен на сталь приведет к увеличению рентабельности во 2-м полугодии 2002 г.**

**Публикация отчета за 2001 г. по МСФО задерживается**

**Основной фактор роста акций Норильского Никеля – выход отчета за 2001 г. по МСФО**

## Норильский Никель

### Илл. 80. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 092	3 696	4 165	4 086
ЕБИТДА, млн. \$	1 320	1 361	1 834	1 695
Чистая прибыль, млн. \$	570	657	1 136	1 108
P/E	7,2	6,3	3,6	3,7
EV/ЕБИТДА	3,2	3,1	2,3	2,5
Капитализация, млн. \$	4 124			
EV, млн. \$	4 225			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

## Металлургия

Северсталь сообщила данные о финансовых результатах за 1-е полугодие 2002 г. по РСБУ. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года выручка сократилась на 9% вследствие увеличения объема производства на 2%, сопровождавшегося снижением отпускных цен (в среднем на 11%). С другой стороны, за период с начала года и экспортная, и внутренняя цена на сталь значительно выросли: холоднокатаная сталь подорожала на 35% (до \$280/т), горячекатаная – на 59% (до \$235/т). Мы полагаем, что Северстали удастся избежать сокращения объема производства, и что во 2-м полугодии текущего года рост цен положительно скажется на показателях рентабельности. Сохраняя на прежнем уровне свой прогноз по средней экспортной цене холоднокатаной стали на прежнем уровне (\$260/т, что на 10% выше, чем в 2001 г.), мы одновременно повышаем аналогичный прогноз по горячекатаной рулонной стали (со \$175/т до \$200/т).

С учетом финансовых результатов за 1-е полугодие, оказавшихся ниже расчетных показателей, мы снизили расчетную DCF цену обыкновенной акции Северстали до \$65, что соответствует потенциалу роста 18% относительно ее текущей биржевой цены, сохранив рекомендацию ДЕРЖАТЬ. Мы полагаем, что основными факторами роста акций компании в ближайшем будущем будет выход отчетов за 2001 г. по МСФО и за 1-е полугодие 2002 г. (также по МСФО) в сентябре, а также итоги переговоров об увеличении объема экспорта в США.

### Илл 79. Динамика цен на сталь

	2000	2001	2002П	1П01	1П02
Средняя экспортная цена стали горячего качения в СНГ, \$/т.	215	164	200	165	187
Изменение, %		-24	22	-18	13
Средняя экспортная цена стали холодного качения в СНГ, \$/т.	300	236	260	250	232
Изменение, %		-22	10	-4	-7

Источник: оценки Альфа-Банка

Кроме того, мы ожидаем выхода отчета ГК «Норильский никель» за 2001 г. по МСФО в сентябре, который рассматриваем в качестве основного фактора роста акций компании в краткосрочной перспективе. Кроме того, положительно повлиять на динамику акций могут новости о заключении долгосрочных договоров с конечными потребителями палладия и раскрытии компанией информации о добыче и резервах.

### Илл. 81. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Диверсифицированная экспортная выручка
- Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора

#### Слабые стороны

- Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями
- Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в мес.

#### Возможности

- Реализация обновленной программы модернизации
- Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)

#### Угрозы

- Информация об объемах производства и резервах засекречена
- Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 82. Основные события**

Дата	Событие
13 августа	ГМК Норильский Никель, якобы, скупил около 40% Красэнерго; активы Таймырэнерго представляются нам основным объектом интереса комбината. Норильский Никель не имеет прямого интереса в генерирующих активах Красноярскэнерго, однако, является основным потребителем Таймырэнерго, которое на 100% контролируется РАО ЕЭС. Мы не исключаем, что Норильский Никель мог купить более чем блокирующий пакет в Красноярскэнерго с тем, чтобы в ходе реструктуризации обменять его на активы Таймырэнерго.
15 августа	Чистая прибыль Норильского Никеля за 1П02 по РСБУ упала на 57% из-за слабых продаж палладия. Мы полагаем, что публикация результатов 2001 по IAS в сентябре и объявление информации о подписании долгосрочных контрактов на палладий с конечными пользователями в 2П02 станет главным катализатором для акций Норильского Никеля, и сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании.
20 августа	ГМК Норильский Никель объявил, что консорциум западных банков, включая Deutsche Bank и Societe General, предоставили компании кредит в размере \$75 млн, сроком на один год. Так как денежные средства будут использоваться для финансирования экспортных операций компаний, условия финансирования вполне приемлемы для Норильского Никеля. Процентные платежи будут рассчитываться исходя из ставки LIBOR+3,5% (около 5,4% годовых по текущим ставкам).
21 августа	Неконсолидированные финансовые результаты Сургутнефтегаза за 1П02 снизились на 35%. Выручка компании за 1П02 выросла только на 1.9% в долларовом выражении, до \$2,596 млн., несмотря на рост производства на 11.5%. Как и прочие нефтяные компании, Сургутнефтегаз пострадал от снизившихся цен на нефть и нефтепродукты.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

**Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 803	2 088	2 464	2 067
EBITDA, млн. \$	311	380	755	239
Чистая прибыль, млн. \$	116	172	453	64
P/E	10,1	6,9	2,6	18,4
EV/EBITDA	3,8	3,1	1,6	4,9
Капитализация, млн. \$	1181			
EV, млн. \$	1181			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 84. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Прочное финансовое положение, норма EBITDA (МСБУ) в 2001 г. — 22%</li> <li>Профессиональная команда руководства</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении — около 6%</li> <li>Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Проект "Альянс-1420" по производству труб большого диаметра</li> <li>\$160 млн. СП с Usinor по производству оцинкованной стали</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Введение дополнительных ограничений на экспорт</li> <li>Ухудшение условий поставки сырья: угля и руды</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

## Машиностроение

### Уралмаш-Ижора

**Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	353	395	405	445
EBITDA, млн. \$	55	68	67	80
Чистая прибыль, млн. \$	26	30	31	40
P/E	6,3	5,4	5,1	4,0
EV/EBITDA	2,9	2,4	2,4	2,0
Капитализация, млн. \$	161			
EV, млн. \$	161			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 86. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 70% рынка бурового,</li> <li>78% металлургического, 95% горнодобывающего оборудования</li> <li>Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Рост объема производства ограничен вследствие перебоев в процессе производства</li> <li>Недостаток квалифицированной рабочей силы</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2001–2005 гг. — 230 млн. долл.</li> <li>Выход на новый сегмент рынка (плавающие буровые платформы)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев, CFA  
(7 095) 795-3736

## Пищевая промышленность и розничная торговля

### ЦУМ и ГУМ выпустили отчеты за 2-е полугодие 2002 г. по РСБУ

В результате расширения торговых площадей объем продаж у ГУМа вырос по сравнению со 2-м полугодием 2002 г. на 32%, и составил \$40 млн. Вместе с тем все показатели рентабельности ухудшились: норма валовой прибыли уменьшилась на 4 п.п. (до 47%), а чистая рентабельность — на 2,4 п.п. (до 15,5%).

Доля стоимости реализованной продукции в чистой выручке выросла с 49% с 1-м полугодия 2001 г. до 53% во 2-м полугодии 2002 г., доля коммерческих и управленческих расходов также выросла соответственно с 24% до 28%. Рост коммерческих и управленческих расходов связан в основном с продвижением нового проекта «Стильный город». Как следствие, норма операционной прибыли снизилась на 8 п.п. (до 19%). Вследствие снижения ставки налогообложения чистая рентабельность снизилась лишь на 3 п.п. (до 16% по сравнению с 19% в 1-м полугодии 2001 г.). Несмотря на снизившуюся рентабельность (главным образом вследствие роста расходов, связанного с расширением деятельности), финансовые показатели ГУМа остаются довольно высокими.

### В 1-м полугодии 2002 г. ЦУМ показал умеренный рост выручки (+5,6%)

Во 2-м полугодии 2002 г. ЦУМ показал умеренный рост выручки (+5,6%). Показатели рентабельности (кроме нормы чистой прибыли, которая выросла на 34% вследствие снижения налоговой ставки) остаются относительно стабильными.

Вместе с тем пока не вполне ясно, каков план действий этих двух компаний в будущем. В связи с этим мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям обеих компаний.

**Илл. 87. Финансовые результаты ЦУМа, РСБУ, 1П01–1П02**

	1П02	1П01	Изменение
	\$ млн.	\$ млн.	%
Выручка	17.9	17.0	5.6
Себестоимость выпуска	11.2	11.1	0.9
Валовая прибыль	6.7	5.8	14.5
Коммерческие и управленческие расходы	3.7	3.3	12.0
Операционные расходы	3.0	2.6	17.7
Прибыль до налогообложения	2.3	2.1	11.4
Налог	0.6	0.9	-30.3
Чистая прибыль	1.7	1.2	41.5
<b>Рентабельность</b>			
Валовая рентабельность, %	37.3	34.4	
Операционная рентабельность, %	16.9	15.2	
Рентабельность до налогообложения, %	12.9	12.2	
Чистая рентабельность, %	9.5	7.1	

Источник: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

**Илл. 88. Финансовые результаты ГУМа, РСБУ, 1П01–1П02**

	1П02	1П01	Изменение
	\$ млн.	\$ млн.	%
Выручка	39.9	30.3	31.7
Себестоимость выпуска	21.1	14.8	42.3
Валовая прибыль	18.8	15.5	21.6
Коммерческие и управленческие расходы	11.1	7.4	50.8
Операционные расходы	7.7	8.1	-5.1
Прибыль до налогообложения	8.3	8.6	-3.8
Налог	2.1	2.9	-28.6
Чистая прибыль	6.2	5.7	9.0
<b>Рентабельность</b>			
Валовая рентабельность, %	47.2	51.1	
Операционная рентабельность, %	19.2	26.7	
Рентабельность до налогообложения, %	20.7	28.4	
Чистая рентабельность, %	15.5	18.7	

Источник: отчеты компании, оценки Альфа-Банка

## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Вимм-Билль-Данн

#### Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	684,1	869,1	1049,9	1280,6
EBITDA, млн. \$	84,2	118,1	149,2	181,9
Чистая прибыль, млн. \$	39,0	66,8	87,9	110,8
P/E	20,80	12,17	9,24	7,33
EV/EBITDA	10,58	7,55	5,97	4,90
Капитализация, млн. \$	812			
EV, млн. \$	891			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 90. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

- Ведущий российский производитель соков и молочной продукции
- Обширная дистрибуторская сеть

##### Слабые стороны

- Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов
- Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества

##### Возможности

- Успешная стратегия по приобретению компаний позволит расширить рынки сбыта
- Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока

##### Угрозы

- Нехватка сырого молока для производства молочной продукции
- Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 91. Основные события

Дата	Событие
26 августа	<b>Вимм-Билль-Данн (ВБД) вышел на рынок Санкт-Петербурга с помощью приобретения Роска по \$64/т мощности.</b> Мы считаем, что с помощью приобретения Роска ВБД достигнет своей стратегической цели – захватить значительную долю рынка молокопродуктов Санкт-Петербурга – более эффективно, чем с помощью строительства мощностей с нуля.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Балтика

#### Илл. 92. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	658	765	874
EBITDA, млн. \$	203	247	290	316
Чистая прибыль, млн. \$	129	143	173	189
P/E	11,62	10,48	8,68	7,93
EV/EBITDA	7,41	6,09	5,20	4,77
Капитализация, млн. \$	1 499			
EV, млн. \$	1 508			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	121			

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 93. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

- Ведущий российский производитель пива, обладающей национальной маркой
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков

##### Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибуторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении

##### Возможности

- Рост потребления пива в России
- Стремление и способность увеличить долю рынка

##### Угрозы

- Отказ от проекта Крыница может снизить ожидаемую прибыль

Источники: оценки Альфа-банка

#### Илл. 94. Основные события

Дата	Событие
7 августа	<b>Белорусское правительство готово передать Балтике 50%+1 акция в Крынице, Балтика берет тайм-аут.</b> По информации Ведомостей, белорусское правительство приняло решение передать Балтике 50% +1 акция в Крынице. Балтика вложила в проект \$10.5 млн., однако Белорусское правительство отказалось соблюдать достигнутые ранее договоренности о передаче контрольного пакета в Крынице компании.
26 августа	<b>Чистая выручка Балтики выросла на 53% за год в 1П02.</b> Финансовые данные за 1П02 достаточно сильные, и мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сан Интербрю

### Илл. 95. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,5	428,7	501,6	571,8
EBITDA, млн. \$	85,3	119,2	153,2	173,3
Чистая прибыль, млн. \$	20,1	40,3	63,4	78,3
P/E	30,46	15,20	9,65	7,82
EV/EBITDA	8,04	5,76	4,48	3,96
Капитализация, млн. \$	612			
EV, млн. \$	686			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 96. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Вторая по величине российская пивоваренная компания с широко узнаваемыми марками
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Развитая дистрибьюторская сеть

#### Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

#### Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

#### Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России ниже 10% в год

Источники: оценки Альфа-банка

## РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

### Илл. 97. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	89	96	101	106
EBITDA, млн. \$	19	21	23	26
Чистая прибыль, млн. \$	13	16	16	17
P/E	6,41	5,11	5,06	4,66
EV/EBITDA	3,31	3,02	2,79	2,51
Капитализация, млн. \$	81			
EV, млн. \$	64			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 98. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

#### Слабые стороны

- Зависимость от доходов потребителей, которые в данное время достаточно низки
- Отсутствие внешних источников финансирования

#### Возможности

- Рост доходов российских потребителей
- Интернет проект обеспечит дополнительный приток выручки

#### Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка

**Наталья Орлова**  
(7 095) 795-3677

**В августе два российских банка вывели свои акции на биржу**

**Акции банка УралСиб привлекательны из-за его активной деятельности в регионах**

**Петрокоммерц остается «карманным» банком компании ЛУКОЙл**

## Банковский сектор

На биржу выведены акции двух российских банков. Это УралСиб и Петрокоммерц. Мы считаем, что за таким решением стоит прежде всего желание акционеров и руководства банков прощупать рынок. Однако поскольку выходу на биржу не предшествовала сколько-нибудь заметная PR-кампания, сделок с акциями этих двух банков в торговой системе пока не было.

Мы полагаем, что один из этих двух банков, а именно УралСиб, может в принципе представлять интерес для инвесторов. Банк находится в Республике Башкортостан, доля правительства республики составляет 66%. С недавних пор УралСиб начал активную экспансию в регионах и в настоящее время наращивает клиентскую базу. Мы полагаем, что, несмотря на достаточно большой капитал (\$195 млн.), УралСиб стоит сейчас порядка \$60–100 млн. (в 2001 г. чистая прибыль составила всего \$6 млн.). Однако следует иметь в виду, что доля акций в свободном обращении в лучшем случае не превысит 20%, и поэтому мы не думаем, что акции банка будут активно торговаться.

Банк Петрокоммерц, по-видимому, сохраняет тесные связи с ЛУКОЙлом (контролирующим 87% его акций) и по-прежнему играет роль казначей-

ского отдела нефтяной компании. В итоге в 1-м полугодии 2002 г. активы банка выросли лишь 9% по сравнению с 30–40% у аналогичных российских банков. Низкая доля акций в свободном обращении будет фактором, ограничивающим рост привлекательности акций банка.

## Сбербанк

### Илл. 99. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	25 635	32 483	36 539	38 000
Чистая прибыль, млн. \$	912	1 089	1 198	1 220
P/E	3,2	2,7	2,5	2,4
Капитализация, млн. \$	3 015			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

### Илл. 100. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- 75%-ная монополия на рынке депозитов
- Гос. участие гарантирует доверие вкладчиков

#### Слабые стороны

- Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля
- Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая
- Гос. участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию

#### Возможности

- Развитая филиальная сеть облегчает ипотечное кредитование
- Расходы (сейчас 40% доходов) могут быть сокращены на 25%

#### Угрозы

- Пенсионная реформа может подорвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

**Екатерина Леонова**

(7 095) 785-9678

**В августе цены российских облигаций выросли под влиянием международных и внутренних новостей**

**В сентябре рост цен может составить 1-2,5%, волатильность возрастет**

## Рынок облигаций

Цены российских облигаций в августе повысились на 1,5–4% под влиянием целого ряда факторов, а именно:

1. **благоприятные макроэкономические данные по России** (в частности, замедление темпов роста инфляции в августе при росте промышленного производства в июле текущего года на 7,8% по сравнению с июлем 2001 г.);
2. **рост цен на нефть**, вызванный обеспокоенностью инвесторов в связи с ростом напряженности в отношениях между США и Ираком. Кроме этого, повышение объемов добычи нефти странами ОПЕК остается под вопросом;
3. **пересмотр структуры индекса EMBI+ финансовой группой J.P Morgan**. Доля России выросла на 50 пунктов после исключения из списка долговых обязательств Южной Кореи (агентство S&P повысило рейтинг Южной Кореи до инвестиционного уровня «А-»). Пересмотр индекса EMBI+ может повлечь за собой переоценку инвестиционных портфелей, поэтому его эффект проявляется не сразу;
4. **положительные новости из Бразилии**. Во-первых, МВФ достиг договоренности с правительством Бразилии, о предоставлении кредита в размере \$30 млрд. (в то время как участники рынка ожидали \$20–25 млрд.). Однако, \$24 млрд. будут предоставлены после президентских выборов в том случае, если новый президент продолжит сотрудничество с МВФ. Во-вторых, во время встречи с Президентом Бразилии Кардосо кандидаты на пост президента Лула и Гомес выразили готовность продолжить сотрудничество с международными кредитными организациями, что повышает вероятность предоставления кредита в размере \$24 млрд.

Российский долговой рынок находится в сильной зависимости от Бразилии, и поэтому бразильские новости оказывали основное влияние на котировки облигаций.

Российский долговой рынок чутко реагирует на поступающие из Бразилии новости, и поэтому нарастание напряженности в преддверии запланированных на октябрь президентских выборов приведет к росту волатильности российских облигаций. Тем не менее, если Совет директоров МВФ одобрит \$30 млрд. программу финансовой помощи Бразилии, то по итогам сентября, по нашему мнению, цены российских суверенных еврооблигаций вырастут на 1–2,5%. (Заседание Совета запланировано на 6 сентября, и вероятность принятия программы очень высока.)

Одной из причин роста цен на российском долговом рынке будет большой объем выплат в сентябре по Brady и Global облигациям (более \$1,5 млрд.). Не исключено, что часть средств будет реинвестировано в российские долговые обязательства.



## Илл. 101. Основные события

Дата	Событие
1 августа	<b>МВФ объявил о намерении продлить действие программы кредитования Бразилии до конца 2003 г.</b> Участники рынка выражали обеспокоенность в связи с тем, что Бразилия лишилась финансовой помощи МВФ накануне президентских выборов, и поэтому это сообщение обнадежило инвесторов и привело к росту цен на всех развивающихся рынках.
6 августа	<b>JP Morgan пересмотрел структуру индекса развивающихся стран EMBI+.</b> Долговые обязательства Южной Кореи были исключены из структуры индекса после того, как агентство S&P повысило рейтинг Южной Кореи до инвестиционного уровня «А-». (На долю Южной Кореи приходилось около 2,5%). При этом доли оставшихся стран увеличились в пропорциональном отношении. Россия обладает крупнейшей после Мексики долей, и после пересмотра структуры индекса она получила дополнительно 50 пунктов.
7 августа	<b>МВФ объявил о намерении выделить Бразилии \$30 млрд. (вместо ожидавшихся \$20–25 млрд.).</b> Хотя это решение должно быть одобрено Советом директоров МВФ (скорее всего, 6 сентября), эта новость вызвала существенный рост цен на всех развивающихся рынках, включая Россию.
8 августа	<b>Агентство S&amp;P присвоило Московской области долгосрочный рейтинг на уровне «В-», прогноз положительный.</b>
11 августа	<b>ЦБР планирует провести валютный аукцион на \$50 млн. для владельцев счетов «С» во второй половине сентября.</b>
11 августа	<b>Агентство S&amp;P присвоило РАО «ЕЭС России» долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в местной и иностранной валюте на уровне «В», прогноз стабильный.</b>
12 августа	<b>Morgan Stanley понизил рекомендации по всем суверенным облигациям Латинской Америки до «ниже рынка» (кроме облигаций Мексики, по которым рекомендация понижена до «на уровне рынка»).</b> Мы считаем, что высвободившиеся средства вряд ли появятся на российском долговом рынке в ближайшем будущем, т.к. развивающиеся рынки по-прежнему зависят от конъюнктуры бразильского долгового рынка.
12 августа	<b>Агентство Moody's понизило верхний порог бразильских валютных облигаций с «В2» до «В1», несмотря на договоренность о предоставлении кредита МВФ, что свидетельствует об ухудшении настроений инвесторов.</b>
13 августа	<b>Заседание Комитета по открытому рынку ФРС США не принесло инвесторам ничего нового.</b> Как и ожидалось, процентные ставки изменены не были.
14 августа	<b>ЦБ Бразилии принял ряд стабилизационных мер</b> (включая выкуп внутренних долговых обязательств и повышение уровня обязательных банковских резервов). Это привело к снижению темпов девальвации бразильского реала и несколько успокоило инвесторов.
19 августа	<b>Встреча Президента Бразилии Кардосо с лидирующими в предвыборной гонке кандидатами оказала благотворное влияние на настроения инвесторов и привела к краткосрочному росту цен на развивающихся рынках.</b> Кандидаты в президенты Лула и Гомес подтвердили свою готовность сотрудничать с международными кредитными организациями, что повышает вероятность выделения Бразилии в 2003 г. \$24 млрд. в рамках \$30 млрд. программы МВФ.
21 августа	<b>России достигла договоренности со Словакией о выплате \$930 млн. в счет погашения долга.</b> Согласно договоренности, половина долга будет выплачена в виде денежных средств. Оставшаяся часть будет покрыта до 2007 г. в виде товарных поставок.
26 августа	<b>Встреча представителей правительства Бразилии и 16 крупнейших международных банков.</b> Ее результаты обнадеживают, хотя никаких конкретных мер объявлено не было. Эта встреча послужила толчком для роста цен на всех развивающихся рынках.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Илл. 102. Динамика валютных облигаций на 30 июня

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
<b>Облигации Минфина</b>						
Минфин 4	14.05.03	98,00	0,77	5,9	3,06	0,67
Минфин 5	14.05.08	67,25	2,09	11,0	4,46	4,66
Минфин 6	14.05.06	80,00	2,56	9,7	3,75	3,21
Минфин 7	14.05.11	55,75	0,00	11,2	5,38	6,57
Минфин 8	14.11.07	72,25	1,05	10,7	4,15	4,48
<b>Еврооблигации</b>						
Евро-03	10.06.03	105,38	0,24	4,7	11,15	0,74
Евро-05	24.07.05	104,63	1,82	7,0	8,36	2,53
Евро-07	26.06.07	106,75	2,28	8,3	9,37	3,76
Евро-10	31.03.10	98,75	1,41	8,5	8,35	0,09
Евро-18	24.07.18	107,25	2,02	10,1	10,26	7,65
Евро-28	24.06.28	119,63	3,24	10,5	10,66	8,48
Евро-30	31.03.30	69,88	4,88	10,5	7,16	0,10
<b>Муниципальные облигации</b>						
Москва-04, €	25.10.04	103,50	0,59	8,4	9,90	1,75
Москва-06, €	28.04.06	104,80	0,05	9,3	10,45	2,86
Ниж. Новгород	10.03.02	89,88	-1,23	17,7	4,87	-
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	58,00	0,00	11,8	16,38	0,12
<b>Корпоративные облигации</b>						
Татнефть	29.10.02	100,00	-0,25	8,7	9,00	0,16
Мосэнерго	09.10.02	99,75	-0,25	10,3	8,40	0,11
ММК, €	18.02.05	92,61	0,99	13,6	10,80	1,93
Газпромбанк, €	22.12.03	101,51	-0,27	8,4	9,61	1,13
Роснефть	20.11.06	104,89	0,86	11,3	12,16	3,14
Сибнефть	13.02.07	101,83	1,83	11,0	11,29	3,42
МТС	21.12.04	99,67	0,98	11,1	10,99	1,96

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка

Владимир Кравчук  
(7 095) 795-3743

Оксана Клыпина  
(7 095) 795-3743

## Технический анализ

### Индекс РТС: потенциал роста до 375–400

Илл. 103. Индекс РТС – Основные технические индикаторы, 29 августа 2002 г.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон июня			
		Краткосрочный	Долгосрочный								
РТС	ЛОНГ 333	Бычий	Нисходящий замедляется	C4	426,91	Годовой максимум	П1	349,26	7-дневная МА	Откр.	332,90
	Цель 375			C3	397,67	Максимум 10.06.02	П2	335,94	28-дневная МА	Макс.	355,14
	СПЕК ПОКУПКА 337	C2	380,50	61,8%-ная корр. Фибо	П3	315,30	Минимум 05.08.02	Мин.	305,56		
	Цель 400	C1	356,42	Граница канала	П4	305,47	Основной	Закр.	334,44		

Источник: оценка Альфа Банка

- Потенциал роста индекса РТС полностью не исчерпан; основным уровнем поддержки остается 305
- Мы держим длинные позиции, открытые по 333 с целью 375
- Покупка по 337 с целью 400 является, на наш взгляд, эффективной спекулятивной стратегией

Илл. 104. Индекс РТС – Дневные технические индикаторы по состоянию на 29 августа 2002 г.



Fri Aug 30 2002 11:01:55

СQG © 2002

Источник: CQG, оценка Альфа Банка

### Краткосрочный тренд и циклы

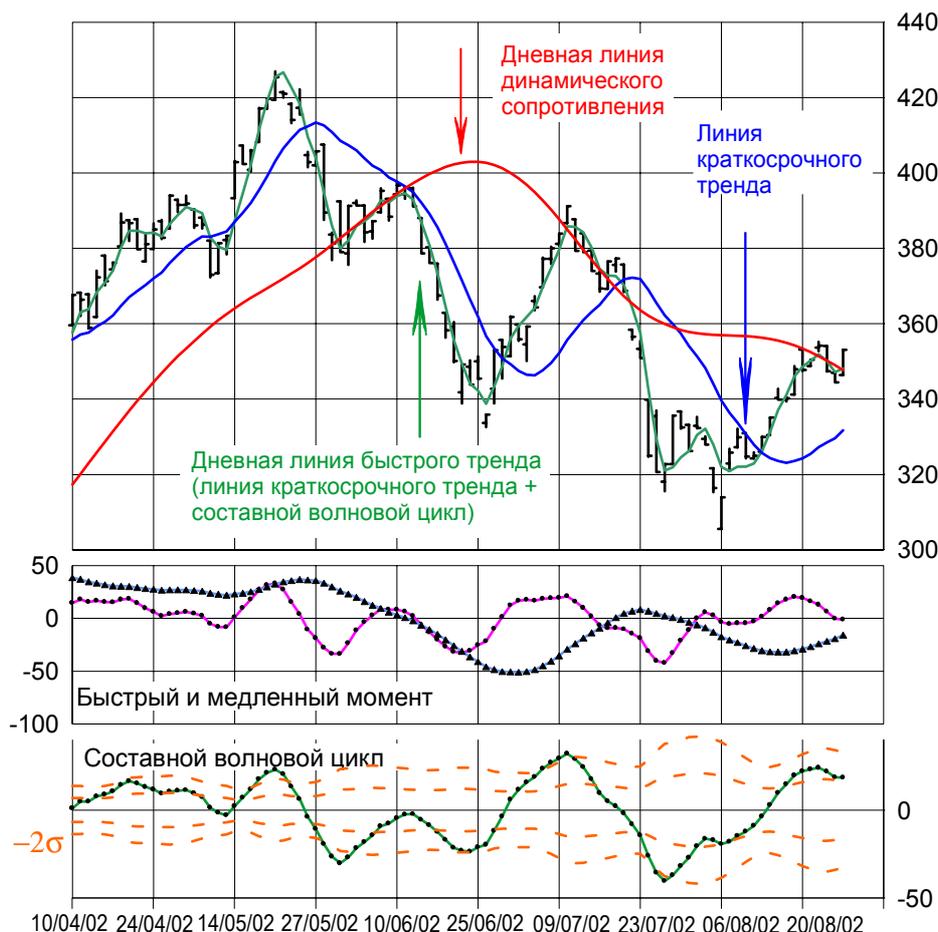
#### Краткосрочный тренд сменился на бычий

Сформировав «дно», краткосрочный тренд стал восходящим, на что указывает линия краткосрочного тренда в верхней части Илл. 105. Кроме того, на дневной линии быстрого тренда наблюдается модель «двойное основание на дне», которая часто предшествует перелому тенденции. В настоящее время дневная линия быстрого тренда начала восходящее движение и тестирует уровень сопротивления. Закрытие выше уровня дневной линии динамического сопротивления подтверждает силу отскока цен.

Линия медленного момента в средней части Илл. 105 растет, пройдя локальный минимум. Приблизившись к нулевому уровню, быстрый момент замедлил падение и в данный момент начал боковое движение.

Прорыв вверх 7-дневной МА и 38,2% коррекции Фибоначчи, показанных на Илл. 104, создаст предпосылку для роста выше верхней границы нисходящего канала. В случае преодоления верхней граница канала, минимальный ценовой ориентир будет определяться в размере ширины канала, спроектированной от точки прорыва.

**Илл. 105. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 августа 2002 г.**



Источник: оценка Альфа Банка

**Краткосрочная составная волна движется вбок в перекупленной области**

Краткосрочная составная волна движется вбок в перекупленной области чуть выше сигма (см. нижнюю часть Илл. 105). Принимая во внимание отсутствие ускорения этого движения, мы считаем, что существует невысокая вероятность резкого рывка вниз.

**Долгосрочный тренд формирует дно**

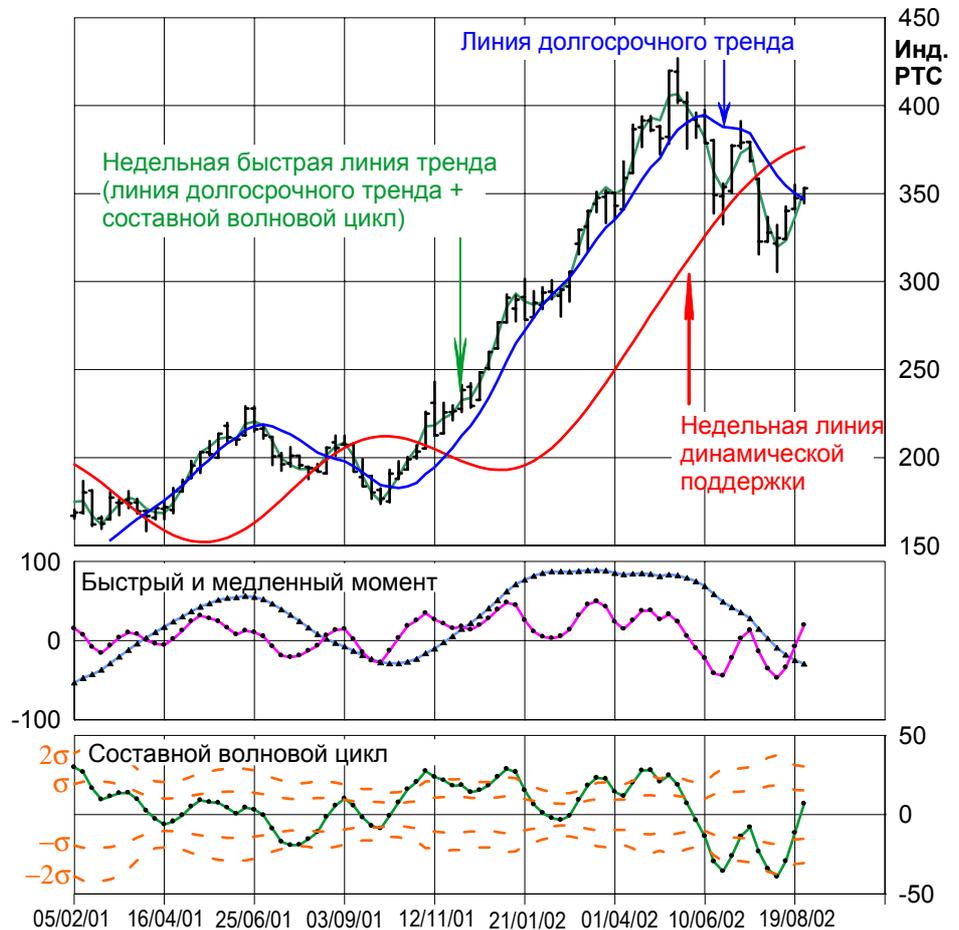
**Долгосрочный тренд и циклы**

Долгосрочный тренд формирует дно, и есть некоторые признаки возможного изменения в сторону повышения (см. линию долгосрочного тренда в верхней части Илл. 106). Недельная быстрая линия тренда растет и намечается ее пересечение с линией долгосрочного тренда, что указывает на усиление восходящей тенденции.

Линия медленного момента формирует локальный минимум, что увеличивает вероятность установления долгосрочного восходящего тренда.

Пересечение быстрым моментом нулевой отметки является сильным «бычьим» сигналом.

**Илл. 106. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 28 августа 2002 г.**



Источник: оценка Альфа Банка

**Долгосрочная составная волна сформировала «двойное дно»**

Сформировав двойное основание, долгосрочная составная волна, пересекла нулевую отметку и продолжила рост, что указывает на вероятность отскока цен за счет составного волнового цикла. Потенциал роста долгосрочной составной волны составляет приблизительно 30 пунктов.

**Основной поддержкой остается уровень в 305 пунктов**

**Уровни поддержек и сопротивлений**

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 103 и Илл. 104. Основным уровнем поддержки остается 305. Психологический уровень сопротивления для РТС — 400. Важная область сопротивления 349–356 представлена 7-дневной МА и верхней границей канала.

**Мы полагаем, что индекс РТС достигнет 375 пунктов**

**Потенциал роста и падения**

На основе вышесказанного мы пришли к следующим выводам.

1. Несмотря на то, что индекс РТС почти достиг верхней границы нисходящего канала (356), потенциал роста до конца не исчерпан.



2. Прорыв вверх 7-дневной МА и 38,2%-ной коррекции Фибоначчи под-держит дальнейший рост индекса РТС вплоть до нашей цели 375 (См. ежемесячный обзор за август).
3. Потенциал роста индекса РТС значителен; мы по-прежнему считаем, что индекс РТС имеет хорошие шансы пробить отметку 400 и затем консолидироваться в области 400–420. По этой причине покупка по 337 с целью 400 является, на наш взгляд, эффективной спекулятивной стратегией.

Наиболее пессимистичный среднесрочный сценарий предполагает падение индекса РТС до нижней границы канала 288.

Эта страница специально оставлена пустой.



Эта страница специально оставлена пустой.

Эта страница специально оставлена пустой.

# Информация

**Начальник управления рынков и акций** Доминик Гуалтиери  
Телефон (7 095) 795-36-49  
Факс (7 095) 745-78-97  
E-mail dgualtieri@alfa-bank.com

## Аналитический отдел

Начальник аналитического отдела Андрей Руденко  
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность Сергей Глазер, CFA  
Макроэкономика, банковский сектор Наталия Орлова  
Нефтяная и газовая промышленность Константин Резников  
Анна Бутенко  
Энергетика, транспорт Ольга Филиппова  
Телекоммуникации/Интернет Андрей Богданов  
Елена Роговина  
Металлургия, автомобилестроение, машино-  
строение/Розничная торговля, Максим Матвеев, CFA  
Пищевая промышленность

Государственные ценные бумаги Валентина Крылова

Людмила Храпченко

Группа по работе с российскими клиентами Ангелика Генкель, к. э. н.

Переводчик Ринат Гайнуллин

Телефон (7 095) 795-36-76, (7 095) 795-36-77

Факс (7 095) 745-78-97

E-mail research@alfa-bank.com

## Торговые операции и продажи

Продажи российским клиентам Олег Мартыненко  
Александр Насонов  
Константин Шапшаров

Продажи иностранным клиентам Кирилл Суриков  
Александр Захаров

Телефон (7 095) 795-36-72, (7 095) 795-36-73

Адрес Проспект Академика Сахарова, 12  
Москва Россия 107078

## Alfa-Securities (Лондон)

Начальник управления рынков и акций Гювен Гирей  
Начальник управления рынков и акций Пол ван ден Боогаард  
Отдел международных продаж Максим Шашенков

Стив Доунер

Телефон (4420) 7588-8400

Факс (44 20) 7382-4170

Адрес City Tower, 40 Basinghall Street

London, EC2V 5DE

© Альфа-Банк, 2001 г. Все права защищены.

*Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.*

Содержащаяся в настоящем отчете информация была получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Тем не менее, мы не гарантируем точность данной информации, которая может быть сокращенной или неполной. Все мнения и оценки, содержащиеся в настоящем материале, отражают наше мнение на день публикации и подлежат изменению без предупреждения. Информация, представленная в настоящем материале, не предлагается в качестве единственного основания для принятия каких-либо решений в отношении рассматриваемых в настоящем материале ценных бумаг или компаний. Альфа-Банк может иметь длинные или короткие позиции по ценным бумагам и компаниям, упомянутым в настоящем отчете, или иметь в них финансовый интерес. Альфа-Банк не несет ответственность за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений или заявлений, или неполноты информации.